

# La Question Monétaire en Belgique depuis la fin de la guerre

---

THESE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

*Sciences politiques et économiques*

*présentée à*

LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

Date de la soutenance : Mercredi 14 mars 1928  
(14 heures)

PAR

Robert WIDMER

LICENCIÉ ÈS-LETTRES

---

*Président :* M. WAHL

*Suffragants* { MM. ALLIX  
et JÈZE

---

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, Boulevard Saint-Michel, 49

PARIS





La Question Monétaire  
en Belgique  
depuis la fin de la guerre







UNIVERSITE DE PARIS — FACULTE DE DROIT

---

# La Question Monétaire en Belgique depuis la fin de la guerre

---

THESE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

*Sciences politiques et économiques*

*présentée à*

LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

Date de la soutenance : Mercredi 14 mars 1928

(14 heures)

PAR

Robert WIDMER

LICENCIÉ ÈS-LETTRES

---

*Président :* M. WAHL

*Suffragants* { MM. ALLIX  
et JÈZE

---

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, Boulevard Saint-Michel, 49

PARIS

*La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.*





# INTRODUCTION

---

## CHAPITRE PREMIER

### PLAN ET CARACTÈRE DE L'OUVRAGE

On se propose, dans le présent travail, d'étudier :

« LA QUESTION MONÉTAIRE EN BELGIQUE DEPUIS LA FIN DE LA GUERRE. »

C'est donc d'une étude monétaire particulière qu'il s'agit, et, plus exactement, de l'étude d'une crise monétaire particulière, puisque la dernière guerre, comme chacun sait, a répandu un mal presque universel sur les instruments d'échanges et de mesure des valeurs.

Cependant, toute monographie procède de principes généraux et, avant de prendre la plume, nous avons trouvé profit à nous remémorer ceux de notre matière : aussi bien, le *Plan* de notre thèse s'en est-il dégagé de lui-même comme, également, son *Caractère*.

C'est pourquoi, le rappel ici des plus essentiels de ces principes, c'est-à-dire de ceux-là mêmes, précisément, dont les applications apparaîtront ci-après, — si classiques soient-ils devenus à la faveur des événements, — ne peut qu'éclairer notre dessein et justifier les vues que, sans prétendre, bien entendu, à aucune révélation, nous ouvrirons successivement, en convergence sur un même centre : le franc belge.

\*  
\*\*

Fondamentalement, toute monnaie est définie par une relation fixe et légale entre une unité monétaire dénommée et un poids déterminé de métal fin : l'Or, presque partout. Très généralement parlant, on peut donc dire

que l'or est l'étalon monétaire commun ou, en bref, la monnaie universelle. Si, donc, la folie des hommes n'avait pu réduire les métaux en or, du moins leur sagesse avait-elle su ramener toutes les valeurs à l'or, le moins instable des étalons d'échanges.

Communes également, parce que fruit de l'expérience des siècles, étaient les Caractéristiques principales des régimes monétaires nationaux d'avant-guerre : liberté du monnayage de l'or en ce sens que, l'opération elle-même étant monopole d'Etat, (lequel se l'interdisait, cependant, pour son propre compte), la frappe était ouverte à tous ceux qui apportaient des lingots à monnayer ; liberté de l'exportation et de l'importation de l'or ; convertibilité en or des billets de banque mis en circulation par un Institut d'émission et constitutifs du stock monétaire au même titre que les espèces proprement dites (or et pièces d'appoint ayant un rapport légal avec l'or).

C'est évidemment à l'occasion du règlement de leurs créances et de leurs dettes mutuelles que se rencontrent les régimes monétaires respectifs de deux pays.

La Balance de leurs comptes, c'est-à-dire, la comparaison de leurs dettes et de leurs créances exigibles, accusant un solde constamment variable en montant et en sens, l'offre et la demande de la monnaie de l'un par rapport à la monnaie de l'autre varient de même constamment, c'est-à-dire, la valeur relative de ces deux monnaies ou « change », le change n'étant que la valeur d'une monnaie exprimée en une autre prise pour unité.

Puisque l'or est l'étalon monétaire commun, l'apurement des comptes de deux pays devrait se réaliser par des transferts d'or. En fait, l'achat et la vente de papier émis dans chaque pays et payable dans l'autre évite ces transferts, de telle sorte que ceux-ci n'interviennent plus qu'au second degré pour parfaire une insuffisance de papier. D'où il suit :

1° que c'est par le moyen dudit papier que s'exercent,



en réalité, entre deux pays l'offre et la demande de leurs monnaies respectives, c'est-à-dire que c'est le cours de celui-ci qui, pratiquement, est le change ;

2° que le change ne peut osciller qu'entre les limites étroites marquées par les frais de transfert de l'or d'un pays à l'autre et de monnayage dans ce dernier (limites dénommées « gold points » d'entrée et de sortie), puisque si le cours du papier négociable de l'un sur l'autre excédait ces limites, le pays débiteurs préférerait recourir aux transferts d'or. Enfermé dans de pareilles règles, le change est stable.

Est-ce à dire que, sous un tel régime de stabilité, la monnaie d'un pays soit à l'abri de toute atteinte ? Pas absolument, et précisément la Belgique en avait fait l'expérience avant guerre. Une « balance des comptes » constamment déficitaire entraîne des sorties d'or continues et dangereuses. De même, une émission exagérée de billets de banque : l'inflation, pour l'appeler par son nom, risque de faire fuir la monnaie métallique et d'acheminer vers la hausse des prix.

Mais, alors, les remèdes sont simples : l'élévation du taux de l'escompte, l'augmentation des impôts, l'ouverture de crédits étrangers, ou, seulement, un peu de virtuosité de la part de l'Institut d'émission dans l'achat et la revente de papier étranger, et autres antidotes similaires suffisent généralement à opérer le redressement monétaire.

Un Etat vient-il à répudier certains des principes monétaires ci-dessus mis en relief, tels que les libertés d'exportations et d'importation de l'or et la convertibilité en or de son billet (Cours Forcé), voici ce billet sans connexion avec le volant compensateur des déficits de la balance des comptes, dès lors privé du support mondial de sa valeur et transformé erga omnes en pur article de foi ; voici ce billet davantage nationalisé, pour avoir perdu toute commune mesure avec les monnaies étrangères, et, à la fois, devenu valeur essentiellement inter-



nationale par l'emprise d'un change désormais dépourvu de ressorts antagonistes propres à limiter automatiquement ses oscillations, partant, livré aux plus quelconques fluctuations.

Il peut se faire, — cela s'est vu en France en 1848, en 1870, et, même, pendant les premiers mois de la grande guerre, — qu'en période de cours forcé la valeur de ce billet ne fléchisse pas. Mais quand l'économie nationale entière est atteinte, par exemple par une aussi dure épreuve que celle qui s'est ouverte en 1914, il ne saurait en être qu'autrement. C'est, en effet, qu'en pareil cas, les facteurs économiques et financiers, dont la monnaie est, en tout état de cause, dépendante, agissent tous en sens défavorable et que, surtout, naissent, se développent et interfèrent de nouveaux facteurs d'ordre psychologique, subtils d'origine et de caractère, qui, essentiellement transmetteurs de la confiance nationale ou de l'énergie spéculative étrangère, provoquent des courants de capitaux non inscriptibles dans l'ancienne balance des comptes, et, réflexes du potentiel des événements plus encore que des événements mêmes, commandent souvent à eux seuls toute la situation monétaire.

En tous cas, à la Balance « Economique » des comptes, qui, réglée ou dérégulée, consigne, sous des éléments normaux et permanents, les échanges de la monnaie contre des marchandises ou des services, se superpose une Balance « Financière » de capitaux, qui n'enregistre que des échanges de monnaie contre monnaie et vient fausser la première.

Dans ces conjonctures, les règles ordinaires du jeu sont grandement modifiées. Hier, sous le régime de l'or, la seule balance économique des comptes s'apurait au dernier degré par des transferts d'or. Aujourd'hui, sous le régime forcé, l'ensemble des balances économique et financière se nivelle à l'aide de crédits consentis par le pays créancier en sa monnaie au pays débiteur qui les paie en la sienne. Le marché s'élargit donc singulièrement où, toujours sous la discipline de l'offre et de la



demande, se mesure la monnaie du pays à cours forcé et celle des autres, et, en dernière analyse, l'équilibre des comptes et des crédits, qui s'établit toujours, se réalise par l'ajustement corrélatif de cette monnaie, c'est-à-dire à son profit ou à son détriment.

Instable dans sa valeur extérieure, une telle monnaie l'est également dans sa valeur intérieure : de même que le change, les prix intérieurs varient, et ces deux variations peuvent être interdépendantes.

D'une manière générale, d'ailleurs, cet équilibre monétaire instable apparaît comme soumis à chaque instant à la résultante de multiples composantes, toutes en état anormal ; certaines d'entre elles peuvent bien être estimées en valeur absolue, mais aucune en valeur relative dans l'ensemble, car elles réagissent constamment elles-mêmes les unes sur les autres, étant à la fois, — en fonction, notamment, de leur ordre de grandeur, — cause et effet. Complexe économique, par surcroît, réversible, car il est aussi exact de dire que chacune de ces composantes apparentes est fonction des valeurs extérieures et intérieures de la monnaie. C'est la Crise.

Il résulte de notre exposé que, sans être, — et loin de là, — exclusive de la recherche des causes et des effets, l'étude d'une crise monétaire, telle que celle que nous allons entreprendre, comporte surtout l'analyse des crises élémentaires qui la composent. Son caractère en fait donc plutôt une « Observation », au sens scientifique du mot et, si certaines contingences secondées sont déjà reconnues, c'est de l'ensemble de telles « observations » relevées au sein d'atmosphères monétaires les plus diverses qu'il sera peut-être possible, de dégager un jour des lois premières, ou sinon des probabilités régissant les origines et les conséquences des phénomènes qui s'y déroulent. bien que, à vrai dire, cela paraisse aussi ardu qu'en météorologie. En tous cas, il y faudra des spécialistes qui soient à la fois des économistes et des psychologues.

\*  
\*\*

Quelles sont donc plus précisément ces crises élémentaires que nous aurons à décrire sous leur forme belge ? Et pourquoi, c'est-à-dire en vertu de quelle action de leur part sur la monnaie, aurons-nous à les décrire ?

Tout d'abord, il nous a paru indispensable de fixer le milieu où elles devaient sévir. Comme en médecine ou en morale, le tempérament d'un individu, « l'état de milieu » en économie politique, joue, en effet, un rôle dont chaque jour révèle davantage l'importance ; car, tempérament et milieu, c'est la vie-même avec ses réactions propres. D'où, en prenant ce milieu à l'état sain et d'équilibre et en nous bornant exclusivement à des exposés devant avoir leur prolongement par la suite, l'intérêt d'une vue d'ensemble préliminaire, limitée toutefois à ses rapports avec le sujet, sur *la Situation économique, financière et monétaire de la Belgique avant la guerre*.

La cause originelle des maladies monétaires d'après guerre semble avoir été partout *l'Inflation*. De fait, c'est la première crise, qui, en Belgique, s'impose à l'attention. En thèse générale, il y a inflation quand, pour quelque motif que ce soit, se produit, au sein d'une population sensiblement constante en nombre, un excès des instruments monétaires ou des moyens de crédit par rapport à la masse ou à l'accroissement possible de la masse des produits et des services disponibles. — Précisément, la dernière guerre a eu pour effet de rompre l'équilibre, défini en pratique par des prix déterminés et sensiblement constants, existant en 1914 entre le stock monétaire et l'ensemble des richesses réelles et des prestations nationales, (inflation proprement dite), ou, par voie d'entraînement et avec la complicité des moyens modernes de compensation, entre le volume des crédits consentis par les banques et les produits de la production, (inflation de crédit). Dans les pays les plus éprouvés par la guerre, cet équilibre a même été triple-



ment rompu : à la fois, par la multiplication des pouvoirs d'achats, le développement pendant la guerre de la production d'objets non normalement utilisables et la destruction de capitaux préexistants.

Il a été rappelé plus haut comment la *Balance Economique des Comptes* est génératrice de variations du change. C'est donc son évolution qu'en second lieu nous aurons à suivre.

Ses divers éléments visibles et invisibles, qui présentent déjà pour le moins un intérêt statistique quand, en période de stabilité, leur ensemble seul règle le change, doivent, en période d'instabilité, être analysés avec d'autant plus de soins qu'ils accusent alors un solde trop souvent débiteur et qu'ils sont eux-mêmes excités ou paralysés par les pouvoirs relatifs d'achat extérieur et intérieur de la monnaie.

Sur l'organisme monétaire, *l'Inflation et la Balance des Comptes* sont considérés comme d'action directe. Mais en état de dépression, cet organisme devient, par voie indirecte, impressionnable à toute influence même indirecte et c'est pour être émetteurs d'une telle influence que s'offrent à leur tour à l'examen : le *Budget* de l'Etat et la *Dettes publique*.

Un Budget d'Etat non équilibré n'entraîne par lui-même aucune faillite de la monnaie, non plus qu'un Budget, parce que équilibré, ne réhabilite une monnaie défaillante. C'est en puissance seulement que le déséquilibre d'un Budget contient la menace d'une nouvelle inflation ou d'un nouveau recours au crédit et son équilibre l'apaisement contraire. Mais cette menace, si le déséquilibre se perpétue, et cet apaisement, si l'équilibre devient la règle, se transformeront en fait acquis. De plus, la spéculation, à leur seule perspective, peut incorporer d'avance l'une et l'autre à la crise monétaire pour, immédiatement, l'aggraver ou la diminuer. Enfin les résultats budgétaires sont eux-mêmes tributaires de la valeur de la monnaie. D'où un troisième chapitre à écrire sur le *Budget*.

Dans son célèbre discours sur la monnaie, Mirabeau définissait celle-ci : « Un objet revêtu de la confiance publique et qui, dans les échanges, sert de mesure à tout ce qui se vend ». Or, en tout temps, la foi en l'Etat est la plus certaine, la principale inspiratrice d'une telle communion dans la confiance. On comprend donc à quelle épreuve cette foi est soumise quand ce billet, détaché de l'or, est le titre même sous lequel l'Etat, en autorisant la multiplication, contracte ses emprunts, — et dans quelle mesure, on le sait ! — à l'Institut d'émission. D'où la nécessité de connaître les divers éléments de la Dette publique, hypothèque sur l'avenir et source, parfois de nouveaux emprunts, en tous cas de nouveaux impôts, éventuellement de transferts délicats.

Plus que toute autre, la partie de la Dette publique qui est dite « dette flottante » repose sur la confiance et c'est en elle que réside le danger le plus grave, parce que, si pareille dette n'est à aucun titre de l'inflation, elle en est la menace la plus immédiate au cas de panique ou de crise.

Puis la psychologie humaine intervient là encore ; jouant sur ces diverses données, elle mise pour ou contre le crédit de l'Etat et la monnaie est l'enjeu.

C'est donc sous ces divers aspects que nous nous efforcerons, dans un quatrième chapitre, de décrire la *Dette Publique*.

Enfin, en raison du rôle important que nous n'avons cessé de leur reconnaître au cours de cet exposé et que le cas du budget et le mot seul de « crédit » viennent d'illustrer, nous nous arrêterons dans un cinquième chapitre à ces *Eléments Psychologiques* qui planent sur toute la matière, au point, parfois, de la dominer complètement.

Nous aurons ainsi finalement défini les pièces essentielles d'un mécanisme dérégulé et au jeu secret, mais qui n'en marque pas moins à chaque instant un chiffre fatal : le change. C'est l'aiguille du change qui, très



généralement, entraîne, à son tour, celle des prix, si bien que l'inflation elle-même participe à la hausse des prix moins encore souvent par la rupture d'équilibre intérieur qu'elle détermine qu'en créant un milieu d'instabilité et d'insécurité particulièrement favorable aux oscillations du change.

La conclusion la plus précise à donner aux diverses chapitres dont nous venons de dresser la table sera donc de consigner en dernières pages les *Caractéristiques du Change et des Prix*, par où ils se sont traduits dans la réalité.

Lorsque, en deux étapes successives, que nous nommerons, l'une *Période de déséquilibre*, l'autre *Premiers Efforts de Redressement*, nous aurons ainsi décrit ses diverses manifestations, le mal, nous le pensons, sera suffisamment caractérisé pour nous permettre d'étudier à leur tour, également en deux nouvelles parties, les remèdes plus radicaux qui lui ont été appliqués en l'espèce, — d'abord, sous le couvert, en 1925, d'une *Première tentative de stabilisation*, qui a échoué et, — en 1926, d'une *Seconde tentative de stabilisation*, qui, vieille d'un an, est encore à l'épreuve, mais dont il y a tout lieu d'espérer un terme aux méfaits bien connus de l'instabilité.

Dans ces considérations préliminaires et essentiellement justificatives, il ne saurait bien entendu y avoir place pour aucune théorie de redressement monétaire, non plus que pour aucun exposé des thèses que s'opposent les écoles de la revalorisation et de la stabilisation car, ici, encore, c'est uniquement une ossature, propre seulement à étayer notre thèse, que nous voudrions affirmer apparaître.

Ainsi squelettiquement délimité, tout redressement monétaire, — c'est-à-dire toute stabilisation, puisqu'en dernière analyse, c'est toujours là le stade ultime de l'opération d'ensemble, — paraît devoir être raisonné et charpenté d'après le plan suivant.

La théorie bien entendue de la parité des pouvoirs d'achat apprend que le niveau des prix tend à se mettre en harmonie, c'est-à-dire en une conjonction, sinon absolue, du moins relative, parce que fonction de chaque coefficient national, avec le cours du change quel qu'il soit dès lors que celui-ci est fixe. Le meilleur moyen de stabiliser le pouvoir d'achat intérieur d'une devise est donc d'en stabiliser le pouvoir d'achat extérieur.

Or, stabiliser la valeur extérieure d'une devise, c'est rétablir un rapport constant entre celle-ci et l'or ou tout au moins assurer sa convertibilité en toutes les devises-or à un taux pratiquement fixe. Le régime de l'or, nous l'avons rappelé, produit automatiquement cet effet, alors même que limité aux usages extérieurs. Mais tout autre système est valable qui conduit au même résultat. Tel celui d'une Centrale pourvue d'une suffisante réserve de devises étrangères valant le pair de l'or et qui, achetant et vendant à un taux à peu près constant les traites internationales, absorbe les pointes positives ou négatives du change.

Cependant, pour que ce retour à l'or, sous une espèce ou sous une autre, ne soit pas vain, pour qu'en particulier les réserves d'or ou de devises ne fondent pas sous la pression des demandes, il faut évidemment annihiler toutes les causes de dépressions du change et cela, tant la monnaie, on l'a vu, supporte le poids de toutes les instabilités, ne requiert pas moins que toutes les stabilisations de l'économie nationale : stabilisation politique et sociale, souvent synthétisée sous le nom d'Union nationale, qui soit la volonté des partis de sacrifier leurs divisions sur l'autel de la monnaie ; stabilisation internationale, qui neutralise toute hostilité politique et financière étrangère et, même, trouve dans les autres Instituts d'émissions des coopérateurs ; stabilisation budgétaire et fiscale, qui assure l'équilibre régulier des recettes et des dépenses et soit assise sur des impôts, équitablement répartis, propres à donner un cours régulier à la Trésorerie ; stabilisation financière, qui



restaure le crédit de l'Etat ; aménage la Dette publique ; rende l'Institut d'émission maître du billet de banque ; restitue à l'escompte sa vertu régulatrice sur la circulation, le mouvement des capitaux, le crédit et les prix ; stabilisation morale et économique, qui vivifie l'amour du travail, animateur du capital ; harmonise la production et la consommation ; ajuste tous les éléments et les profits de la production au nouveau niveau d'équilibre et, à ce niveau, corresponde à un standing aussi favorable que possible de la balance commerciale ; stabilisation psychologique, enfin, qui, toute prise étant enlevée à la spéculation, ne soit autre chose que le règne de la confiance, mère de l'épargne, ce seul reconstituant connu de la substance nationale amenuisée par les destructions de la guerre et l'anémie monétaire.

Tout a été dit depuis qu'il y a des monnaies, et qui se déprécient, sur la solidarité de ces diverses stabilisations. Stabilisation monétaire, apaisement total.

Problèmes très complexes, en réalité, que ceux recouverts par ces formules volontairement schématiques, comme d'ailleurs, tous ceux que posent cette esquisse introductive.

L'objet de la présente thèse, dont nous avons seulement cherché ici à rattacher l'ordonnance aux ressorts naturels des choses, va être précisément de donner à ces problèmes les développements qu'ils comportent à l'endroit de la Belgique.

Ceci fait, nous marquerons, en première conclusion, dans une nouvelle vue d'ensemble, qui s'opposera à celle du début, l'évolution que la crise, dont nous allons entreprendre, a produite dans la *Belgique économique, financière et monétaire d'après Guerre*.

A titre de seconde conclusion, enfin, nous présenterons sous forme de *Considérations finales et comparatives* un essai de rapprochement entre les épreuves subies par le franc belge et le franc français, ces deux frères qui ont si longtemps cheminé côte à côte.

## CHAPITRE II

### LA BELGIQUE ÉCONOMIQUE, FINANCIÈRE ET MONÉTAIRE D'AVANT-GUERRE

*dans ses rapports avec le sujet*

Pour dûment définir, comme nous l'avons annoncé, le milieu où la guerre a répandu les prodrômes de la crise que nous allons décrire, il ne suffit pas d'évoquer le régime monétaire de la Belgique d'avant-guerre et ses particularités. Mutuellement, en effet l'économique, le financier et le monétaire se superposent, se pénètrent, se confondent si étroitement que, présentement, notre définition ne sera complète qu'entourée de ces trois ordres de caractéristiques en ce qu'elles ont originellement d'essentiel. De même, par la suite, à chacune des étapes d'une étude qui, pourtant, ne relève nominalement que de la monnaie, nous nous verrons contraints de nous référer à leur ensemble du moment.

Prémises par conséquent indispensables, la présente pièce est à ce point intégrante de notre dossier que, si elle y faisait défaut, un grand nombre de développements qu'il contiendra marqueraient de norme comparative, partant, perdraient en sens ou en mesure.

Mais ici tout se tient : le moment n'est que l'héritier du passé ; la vie, le prolongement de la nature et la plupart des causes économiques premières, — plusieurs des justifications profondes de bien des chiffres de la balance des comptes, en particulier, — résident dans les contingences historiques et géographiques.

*Historiquement* donc, il importe à notre objet de rappeler qu'annexée sous la Révolution à la France, avec



laquelle elle s'identifiait chaque jour davantage; puis, rattachée à la Hollande par le Congrès de Vienne, lors de la chute de Napoléon, la Belgique avait été consacrée en pays indépendant par la conférence des Puissances européennes réunies à Londres le 4 novembre 1830. Le 20 décembre de la même année, cette Assemblée plénière déclarait, en effet, le royaume des Pays Bas dessous, et annonçait vouloir prendre en même temps les mesures qui lui paraissaient « les plus propres à combiner cette indépendance avec l'équilibre européen ». Enclavé entre trois grands pays, prédestiné à leur servir souvent de champ clos pour vider leurs différends, le nouvel Etat, dont le sol conservait encore l'empreinte des dernières campagnes napoléoniennes, s'était donc vu neutralisé par un acte conclu à Londres le 15 novembre 1831, barrière mise à l'entrée du champ clos pour valoir ce que valent les traités.

Successivement détachée, par conséquent, au cours du XIX<sup>e</sup> siècle, de ses voisins du Sud et du Nord, la Belgique, — et c'est là la morale à tirer ici de cette page d'histoire, — avait amplement justifié son indépendance en démontrant sa vitalité propre à travers plus de quatre-vingts années de paix. L'Autriche, cette autre cellule nationale isolée par un Traité, apportera-t-elle, de notre temps, une preuve similaire?

*Géographiquement*, d'autre part, sa situation a fait de la Belgique un des principaux carrefours des échanges internationaux. Voisine immédiate de pays, et, plus particulièrement encore, dans ces pays, de provinces à grandes ressources ou à grand commerce, elle est placée dans une zone d'activité économique dont l'intensité n'a son égale nulle part dans le monde entier. Ses côtes bordent la mer du Nord, dans la région où se concentre une grosse partie du trafic maritime mondial. Anvers, devenu le premier port du monde avant la guerre, étendait son hinterland sur toute la vallée du Rhin. Eu égard au long développement de ses côtes, qui s'éten-

dent sur 67 kilomètres, la Belgique est un très petit pays, de sorte que, de l'intérieur à la mer, la distance est toujours faible, et ses marchandises, bénéficiant d'un minimum de transport, supportent l'incorporation d'un minimum de main-d'œuvre. Enfin, elle possède un réseau ferré bien organisé et une bonne navigation fluviale. Tout concourt donc à en faire un nœud de transit de première importance qui lui a valu la dénomination de « plaque tournante de l'Europe ».

A la fin de 1913, la Belgique comptait environ 7 millions 610.000 habitants (1) répartis sur 29.460 kilomètres carrés, soit, — densité la plus forte du monde, — près de 260 par kilomètre carré, habitants appartenant d'ailleurs, à deux races distinctes; l'une, la wallonne, héréditairement plus apte à la fabrication de certains produits finis ou mi-finis; l'autre, la flamande, d'un rendement moindre et valant surtout par la force brutale de ses muscles. L'exiguïté du territoire qui limitait la quantité de main-d'œuvre utilisable, par unité de surface, aux travaux de la terre, de même que l'impossibilité de faire produire au sol de quoi subvenir aux besoins alimentaires de la totalité des habitants, avaient établi un écart important entre les activités consacrées à l'Industrie et à l'Agriculture, — 43 % de la *Population* s'adonnait à la première et 20 % à la seconde —, et imposait à la Belgique la nécessité de se procurer sa subsistance par voie d'échange avec l'étranger contre des marchandises dont la production n'est pas restreinte par le milieu naturel.

Dans tous les pays où se manifeste une forte densité de population, l'exploitation du sol prend une grande

---

(1) Le recensement de la population belge n'est effectué que tous les dix ans. Dans l'intervalle, on se contente de résultats approximatifs en établissant le nombre des habitants d'après les déclarations de l'état civil. C'est ainsi que, le dernier recensement d'avant-guerre étant de 1910, a été déterminé le chiffre correspondant à l'année 1913. En outre, celui-ci a été rectifié en tenant compte de l'écart observé en 1910 entre le chiffre résultant des registres et celui fourni par le recensement.



intensité. C'est bien ce caractère qu'a, de tout temps, revêtu la production de l'*Agriculture* belge, et il faut rendre à la Belgique cette justice que le rendement de ses terres, par l'utilisation des engrais artificiels et la vulgarisation de méthodes de travail rationnelles, était en progrès constant : en une trentaine d'années, sa production agricole avait augmenté de plus de moitié. Le recensement général de l'agriculture du 31 décembre 1910 portait la sol arable à 88 % de la superficie totale, ce qui est un taux très élevé. Malgré cette intensification agricole, la Belgique devait importer de 25 à 30 % de ses denrées alimentaires ; c'est donc dans cette mesure qu'elle dépendait de l'étranger pour ses vivres.

On trouve dans le facies géographique que nous avons dit, dans les ressources de son sol et dans la nature de sa main-d'œuvre, les facteurs essentiels du déterminisme qui ont modelé l'*Industrie* de la Belgique à l'image de son milieu physique et social. Dépourvue de puissance hydraulique, tant que l'homme ne saura pas capter l'énergie des marées, la Belgique est parmi les pays du monde les plus riches en réserves houillères (1) ; outre cet avantage propre elle peut puiser à peu de frais dans les gisements charbonniers étrangers : Grande-Bretagne et bassin de la Ruhr. L'abondance de la houille disponible porte un pays à s'outiller pour des genres d'industrie qui en consomment en grandes quantités : métallurgie de l'acier, du zinc, verrerie, céramique, cuisson des ciments. D'autre part, la densité de la population rend la main-d'œuvre abondante et c'est la facilité de son recrutement qui justifie, en particulier, l'essor de l'industrie textile sous toutes ses formes. La Belgique était, en conséquence, le pays des bas salaires et des longues journées de travail et sa main-d'œuvre, dans son ensemble, s'avérait beaucoup plus propre aux tâches de gros œuvre ou aux travaux de manœuvres qu'aux productions achevées et fines.

---

(1) La production houillère avait été de 22.841.590 tonnes en 1913.

Enfin, dernier facteur décisif, les capitaux belges en quête de placement étaient nombreux et avaient une très grande inclination à s'employer dans les affaires. Au total, la Belgique avait une vie industrielle intense et, au général, était, suivant une expression de M. Theunis « un centre nerveux d'affaires par excellence ».

Nous l'avons vu, la Belgique ne pouvait vivre qu'en s'appuyant sur les pays étrangers. D'autres populations placées dans les mêmes conditions ont échappé aux difficultés de leur milieu par l'expatriation, la fondation de colonies de peuplement ou l'exploitation d'activités extérieures diverses. La tradition, au contraire, retient le Belge attaché au sol ; force lui est, par conséquent, d'importer et, en contre-partie, pour exporter, il ne lui reste d'autre issue que de valoriser sa main-d'œuvre. Proportionnellement au nombre de ses habitants, la Belgique était donc le pays qui exportait le plus et l'on comprend pourquoi la politique économique était libre-échangiste.

A l'instar de son industrie, son trafic extérieur, singulièrement favorisé par son statut géographique, est donc surtout fait de marchandises de gros tonnage.

Les chiffres de son *Commerce* d'importations et d'exportations accusés pour l'année 1913 étaient les suivants :

|                 | Valeurs<br>(millions de francs) |         |      | Tonnages<br>(milliers de tonnes) |          |
|-----------------|---------------------------------|---------|------|----------------------------------|----------|
| Importations .. | 5.050                           | } 8.765 | 100  | 32.635                           | } 53.520 |
| Exportations .. | 3.715                           |         | 73,6 | 20.885                           |          |
| Déficit .....   | 1.345                           |         |      |                                  |          |

Mais l'année 1913 avait été, pour la Belgique, une année de dépression, qui, par rapport à 1912, avait diminué les exportations d'environ 250 millions, malgré des échanges en tonnages supérieurs à ceux des années précédentes.



Il sera donc plus représentatif de prendre la moyenne des années 1911, 1912, 1913, que voici :

|                  | Valeurs |         | Tonnage |
|------------------|---------|---------|---------|
| Importations ... | 4.840   | } 8.590 | 100     |
| Exportations ..  | 3.750   |         | 77,5    |
|                  |         |         | 31.050  |
|                  |         |         | 20.530  |
| Déficit .....    | 1.090   |         | 51.580  |

Enfin, en se limitant aux dix premiers, le classement des pays d'importation et d'exportation était en valeur moyenne, pour la période 1910 à 1913, le suivant :

| IMPORTATIONS<br>(milliers de francs) |         | EXPORTATIONS<br>(milliers de francs) |         |
|--------------------------------------|---------|--------------------------------------|---------|
| 1 France .....                       | 848.604 | 1 Un. douan. allem.                  | 947.153 |
| 2 Un. douan. allem.                  | 660.842 | 2 France .....                       | 719.690 |
| 3 Grande-Bretagne..                  | 414.195 | 3 Grande-Bretagne..                  | 486.726 |
| 4 Etats-Unis .....                   | 351.733 | 4 Pays-Bas .....                     | 342.302 |
| 5 Pays-Bas .....                     | 326.312 | 5 Etats-Unis .....                   | 120.659 |
| 6 Russie .....                       | 305.438 | 6 Argentine .....                    | 99.009  |
| 7 Argentine .....                    | 293.191 | 7 Russie .....                       | 76.348  |
| 8 Inde Britannique..                 | 244.521 | 8 Italie .....                       | 72.469  |
| 9 Roumanie .....                     | 197.329 | 9 Brésil .....                       | 67.998  |
| 10 Australie .....                   | 191.134 | 10 Suisse .....                      | 50.478  |

Au total, d'après les études du Comité belge permanent de l'exportation, les bases normales de l'économie belge sont les suivantes : la Belgique était un pays essentiellement transformateur où les quatre cinquièmes environ des matières premières nécessaires à une production moyenne sont importées, il faudrait que quarante-cinq pour cent de la production belge fût vendue à l'étranger pour couvrir, à la fois, ces importations et celles destinées à la consommation nationale normale. En d'autres termes, cette production devrait posséder un surplus exportable presque équivalent aux quantités vendues sur le marché. Le pays devrait donc disposer

d'un fonds de roulement considérable en marchandises et en matières premières. La philosophie qui a été justement tirée de cet état de choses (1) est :

1° que le marché intérieur est constamment maintenu à l'état de saturation (2), ce qui entraîne un standard of life de la population très élevé pour un prix de la vie très faible;

2° que la saturation du marché est très vite atteinte. L'économie belge non seulement a besoin d'une capacité minima d'exportation, mais encore tout son avenir économique réside exclusivement dans l'accroissement de cette capacité.

A remarquer, enfin, que « cette exigüité du marché  
« intérieur belge n'a nullement pour conséquence que  
« le développement de la production entraîne un excé-  
« dent des exportations sur les importations. Dans la  
« période de prospérité d'avant-guerre, les exportations  
« belges ne couvraient que 73,6 % des importations.  
« Mais, tandis que la France avec 40 millions d'habi-  
« tants avait un chiffre global de commerce extérieur  
« de 16 milliards, la Belgique avec 7 millions et demi  
« d'habitants faisait près de 9 milliards de trafic avec  
« l'étranger, soit proportionnellement, trois fois plus. »

Il résulte de la comparaison de six relevés spécialement effectués pour évaluer la *Fortune* de la Belgique peu de temps avant la guerre que celle-ci, à la veille de l'occupation allemande, pouvait être estimée à environ 55 milliards de francs, la marge d'erreur, en plus ou moins, pouvant être de 5 milliards.

---

(1) Supp. du 13 nov. 1926 au B. Q. de la Société d'Etudes et d'Informations économiques.

(2) Cette conclusion mérite un rapprochement. La Commission instituée en 1919 pour l'organisation du commerce belge d'exportation, faisait l'observation suivante : « On a pu dire assez justement » « que nous étions la nation du monde qui gagnait le moins sur ce » « qu'elle produisait ». Or, parmi les explications proposées de ce fait, on trouve celle-ci : refus d'exporter quand le producteur trouve des débouchés à l'intérieur. Ceci ne pouvait que contribuer à la saturation intérieure.

La suite des mêmes évaluations conduisait à un *Revenu annuel* d'environ 6 milliards et demi sur lesquels l'épargne en retenait probablement plus d'un milliard. M. Baudhuin (1) en donne la décomposition suivante :

|                                                                    |       |      |
|--------------------------------------------------------------------|-------|------|
| Fortune acquise .....                                              | 1.752 | 27   |
| Revenus professionnels (employés, commerçants, agriculteurs) ..... | 2.570 | 39,5 |
| Salaires .....                                                     | 2.166 | 33,5 |
|                                                                    | 6.488 | 100  |

Fortune et revenus avaient au moins doublé depuis 1860.

Le *Budget belge* d'avant-guerre se composait d'un budget ordinaire et d'un budget extraordinaire, ce dernier ne devant comprendre, en principe, du moins, que les dépenses productrices ou, tout au moins, les dépenses non renouvelables.

Il est de tradition en Belgique de voter le budget des « Voies et moyens » (recettes) avant le budget des dépenses et de le promulguer avant l'ouverture de l'exercice. Il en résultait qu'il n'y avait que des douzièmes provisoires de dépenses (Loi des crédits provisoires) (2).

Longtemps en excédent ou en équilibre, les budgets depuis 1890 avaient connu le déficit à l'état chronique, déficit d'abord modéré, puis, à partir de 1912, relativement considérable par suite de l'état de paix armée où vivait l'Europe, et au sein de laquelle les neutres eux-mêmes se sentaient menacés. Sur un total de dépenses de 777 millions environ en 1912 et de 814 en 1913, les recettes avaient été inférieures respectivement de 118 et de 380 millions. Les conséquences de ces déséquilibres étaient l'endettement et la baisse des rentes : du 31 décembre 1900 au 15 juillet 1914, la *Dette consolidée* était

(1) La structure économique de la Belgique.

(2) Les budgets de dépenses étaient toujours votés très tardivement : l'examen des budgets de 1912, 1913 et 1914, a été respectivement terminé le 11 mai 1912, le 29 août 1913 et le 22 mai 1924.



passée de 2.650 millions à 4.130 (1), y compris un emprunt à 3 % de L. 12.000.000 (3 millions de francs-or) émis à Londres en 1914 et la *Dette flottante* (bons du Trésor) de 57 millions et demi à plus de 480, soit un total de 2.700 millions à plus de 4.500 (2) ou 600 francs par tête d'habitant.

La charge de la Dette publique supportée par le budget ordinaire était de 175 millions en chiffres ronds.

De son côté, le 3 % 1895, première série, passait de 99,7 en 1905, à 83,5 en 1912 et 76,7 en 1914.

Les dépenses de l'Etat étaient modiques. La Belgique avait en 1914 environ 29.100 fonctionnaires (3) ; elle avait la réputation d'être un des pays d'Europe qui payait le plus mal son personnel. Les frais d'administration avaient été estimés à 292 millions pour 1914. Mais ces sortes de frais sont soumis à une loi fatale d'accroissement dans le temps : en 1894, ils étaient de 136 millions et en 1914 de 206 millions.

Dépenses modiques, *impôts* légers : on qualifiait ceux-ci « d'impondérables ». Ils atteignaient, lors de la guerre, le chiffre de 350 millions, ce qui correspondait environ à 5 % du revenu national. Le total des impositions locales ne s'élevait qu'à 25 millions de telle sorte que toutes les contributions réunies représentaient environ 61 fr. 60 par habitant (4). Le régime hollandais avait conservé le système général d'impôts de la Révolution. Les impôts indirects prédominaient, mais épargnaient les articles indispensables ; quant aux impôts directs, ils étaient organisés d'une manière défectueuse parce qu'ils

---

(1) La contre-partie de cette dette correspondrait, pour sa plus grande part, à des travaux productifs, notamment au réseau de chemins de fer d'une étendue de 4.306 kilomètres, qui, en 1914, représentait une valeur de plus de deux milliards de francs.

(2) En 1913, en France, la dette consolidée était de 32 milliards et la dette flottante de 2.081 millions.

(3) Non compris le personnel des Régies.

(4) Les chiffres comparatifs sont les suivants :

|                  |     |     |
|------------------|-----|-----|
| Allemagne .....  | Fr. | 85  |
| France .....     |     | 123 |
| Angleterre ..... |     | 133 |

reposaient sur des bases très anciennes — (le cadastre remontait à plus d'un demi siècle; la patente s'établissait sur des principes posés par une loi de 1819; la contribution personnelle s'appuyait sur des valeurs locatives évaluées de 1872 à 1875) — ou des données plus récentes, mais non moins arbitraires. Les prévisions de recettes pour 1913 conduisaient pour les impositions d'Etat au classement suivant (millions de francs) :

|                                                                      |       |       |
|----------------------------------------------------------------------|-------|-------|
| Contributions directes .....                                         | 75    | 21,4  |
| Taxes de consommation. { Droits de douane ....                       | 72    | 20,5  |
| { Droits d'accise .....                                              | 118   | 33,6  |
| Droits d'enregistrement, timbres, succession, hypothèques, etc. .... | 86    | 24,5  |
|                                                                      | <hr/> | <hr/> |
|                                                                      | 351   | 100,0 |

La dispersion de l'activité bancaire était très prononcée en Belgique. Les rapports entre les entreprises industrielles et commerciales et les *Banques* étaient très étroites. Celles-ci étaient en très grande majorité, des banques d'affaires : preuve en est que, dans la situation totalisée de 67 banques belges en 1913, les avances en comptes-courants (comptes-courants débiteurs) et le portefeuille-titres, par quoi se manifestent surtout les rapports entre les banques et l'industrie, correspondaient les premiers à 1,6 fois le portefeuille commercial et les seconds à ce portefeuille. A l'encontre des anglaises, mais comme les françaises, les banques belges recevaient peu de dépôts : la très grande habitude des placements en titres, les versements aux institutions d'épargne, la théaurisation et, jusqu'aux années qui ont immédiatement précédé la guerre, la faible importance des règlements par chèque ou virement expliquait une situation qui privait la nation d'une source puissante de crédit.

La *Banque Nationale de Belgique* avait été constituée par la loi du 5 mai 1850, due à Frère Orban. Les Etablissements de crédit belges alors investis du droit d'émission, principalement la Société générale et la Banque de

Belgique, avaient immobilisé leurs capitaux et s'étaient vus obligés, à deux reprises, de réclamer le secours de l'Etat pour faire face à la situation. En 1850, comme en 1914, la Belgique subissait le cours forcé du billet de banque : la création de la Banque Nationale fut appelée à y mettre fin, car sa fondation avait pour but essentiel « de séparer des affaires industrielles l'escompte et » « l'émission ». Le privilège d'émission des billets de banque consacré par la loi de 1850 avait été renouvelé par la loi du 20 mai 1872, qui avait porté son capital à 50 millions de francs, et du 26 mars 1900 ; il expirait donc fin 1930. Le bilan de la Banque Nationale de Belgique du 31 juillet 1914 accusait les chiffres suivants pour ses principaux postes (millions de francs) :

#### ACTIF

|                                        |       |
|----------------------------------------|-------|
| Encaisse métallique .....              | 330,1 |
| Portefeuille étranger .....            | 136,6 |
| <hr/>                                  |       |
| Total ( <i>Couverture</i> ) .....      | 466,7 |
| Portefeuille-effets .....              | 517,1 |
| Avances sur fonds publics belges ..... | 58,0  |

#### PASSIF

|                                                                   |                    |         |
|-------------------------------------------------------------------|--------------------|---------|
| Comptes-courants. {                                               | Particuliers ..... | 19,1    |
|                                                                   | Trésor .....       | 67,2    |
| <hr/>                                                             |                    |         |
| Ensemble .....                                                    |                    | 86,3    |
| Circulation fiduciaire .....                                      |                    | 967,4   |
| <hr/>                                                             |                    |         |
| Total ( <i>Engagements à vue</i> ) .....                          |                    | 1.062,7 |
| Rapport de la <i>Couverture</i> aux <i>Engagements à vue</i> .... |                    | 43,90 % |

Détail intéressant, où la France pourrait puiser un enseignement, la Banque Nationale de Belgique a dans ses attributions les fonctions de trésorier et de payeur pour le compte de l'Etat.



La circulation fiduciaire avait été en progression constante dans les vingt-cinq années qui avaient précédé la guerre, passant de 382 millions en 1890 à 576 en 1900 ; 826 en 1910 ; 1004 en 1913, soit pour les trois dernières années une augmentation de 60 millions ou de 6 % par an, si bien qu'on doit admettre que, sans la guerre, la circulation moyenne de 1914 eût été supérieure à 1.050 millions. De 1890 à 1914, elle avait donc à peu près triplé et, depuis 1900, à peu près doublé. La population n'avait, d'ailleurs, pas suivi le même rythme : elle était en chiffres ronds de 6 millions en 1890 ; de 6.700.000 en 1910 et de 7.650.000 à la veille de la guerre, chiffres qui correspondent à une circulation de 65 francs en 1890 ; 85 francs en 1910 et 140 francs en 1914, par tête d'habitant.

Cet accroissement de la circulation s'explique par le progrès de la richesse publique, une certaine élévation assez continue des prix, l'accroissement des affaires, alors que l'emploi des chèques et autres moyens de transfert ne s'étaient pas encore généralisés autant que dans les pays anglo-saxons.

Les lois organiques de la Banque Nationale n'ont jamais établi de rapport entre la réserve métallique et la circulation des billets. Les statuts originels fixaient à un tiers la relation entre l'encaisse et les engagements à vue, mais autorisaient la Banque, moyennant l'approbation du Ministre à laisser tomber sa réserve métallique au-dessous de ce rapport.

La proportion de la réserve métallique à la circulation fiduciaire avait marqué une sérieuse tendance à baisser. De 58,8 % en 1851, elle ne s'élevait plus qu'à 18 % en 1901 ; mais elle était remontée à 25,5 % en 1912 et à 33 % en 1914. En cette dernière année la couverture-or (encaisse et portefeuille sur l'étranger) représentait 46,5 % de la circulation et 42,8 % des engagements à vue.

Les règlements par Chèques et Virements avait commencé à se vulgariser en 1913 et 1914. Il y avait alors à Bruxelles une Chambre de compensation qui, en 1913, compensa 684.000 pièces pour une valeur de huit milliards de francs.

Les chèques postaux avaient démocratisé ces méthodes. Créés en 1913, ils avaient alors 4.500 affiliés pour un mouvement d'un milliard et quart.

La Belgique vivait sous le *Régime monétaire* institué sur tout le territoire français, dont, on s'en souvient, elle faisait alors partie, par la loi du 7 germinal an XI. Là encore, la Hollande avait respecté une institution d'origine étrangère, née du génial système métrique (1). La Belgique reconnaissait donc l'existence de deux monnaies, l'une d'or et l'autre d'argent, ayant toutes deux forces libératoires et possédant comme lien commun, une unité : le franc. La valeur des deux métaux avait été légalement déterminée par le rapport de 1 à 15,5. L'étalon argent était la pièce de vingt sous et l'étalon or était le vingtième de la pièce de vingt francs. Le franc correspondait donc à 0 gr. 290.322 d'or fin (2) de sorte que la parité du dollar était de 5 fr. 1826, celle de la livre de 25 fr. 2215 et celle du mark de 1 fr. 2346.

L'histoire du bimétallisme n'est que celle des variations, de très faibles amplitudes d'ailleurs, qui affectèrent, en fait, ce rapport au profit, alternativement, de l'or et de l'argent. La prime sur l'argent, qui se produisit vers 1853, conduisit la France, la Suisse et l'Italie à l'abaissement du titre et du poids des monnaies d'argent. Ces mesures eurent pour effet de détruire l'harmonie qui avait existé jusqu'alors pour toute la monnaie d'argent entre la France, la Belgique, la Suisse et l'Italie. L'inté-

---

(1) L'unité de monnaie, le franc, faisait partie de la nomenclature du système métrique, donnée par le décret du 18 germinal an III.

Le décret du 28 thermidor an III en avait créé les sous-multiples et avait précisé que la pièce d'un franc était en argent et pesait cinq grammes.

(2) C'est-à-dire 0 gr. 32258 au titre de 900/1000.

rêt de rétablir l'accord provoqua une entente. Une convention conclue entre ces quatre Etats le 23 décembre 1865, et à laquelle la Grèce a adhéré le 26 septembre 1868, a constitué entre ces divers pays l'union monétaire dite « *Union latine* » pour ce qui regarde le poids, le titre, le module et le cours de leurs espèces monnayées d'or et d'argent, la monnaie de billon demeurant en dehors des accords.

Cette convention dut à plusieurs reprises être révisée ou complétée par suite de diverses circonstances dont la principale fut après 1867, le phénomène inverse de celui qui s'était manifesté de 1863 à 1864 : la hausse de l'or et la dépréciation de l'argent (1). La conséquence la plus remarquable de ces accords successifs c'est que, depuis 1878, l'Union latine n'était plus bimétalliste que de nom puisqu'elle ne maintenait la frappe complètement libre que pour la monnaie d'or. Le bimétallisme n'existait donc plus réellement qu'à l'intérieur de chaque pays et entre les membres de l'Union latine ; vis-à-vis du reste du monde, chacun de ses membres était devenu, en fait, monométalliste-or.

La question du *Change* se posait en Belgique avant la guerre : depuis quinze ans, le franc français faisait prime à Bruxelles et cette prime devenait de plus en plus sensible. Londres et Berlin, à leur tour, franchirent le pair, tandis que Paris bénéficiait d'un agiot frôlant

---

(1) Les plus importantes dispositions résultant des divers actes internationaux intervenus sont les suivantes :

1° Alors que la loi du 7 germinal an XIX avait admis la frappe libre des pièces d'argent et fixée à 900 millièmes, les pays de l'Union latine ne pouvaient plus fabriquer de pièces d'argent divisionnaires de 2 fr., 1 fr. 50 et 20 centimes, que dans les conditions déterminées par la Convention, et, notamment, au titre de 835 millièmes (Convention du 23 décembre 1865, art. 4; Convention du 5 novembre 1878, art. 4; Convention du 6 novembre 1885, art. 4).

A noter que le titre des pièces d'or fixé par la loi de l'an XI à 900 millièmes, n'a jamais été modifié.

2° Le monnayage des pièces de 5 francs en argent est suspendu (Convention du 5 novembre 1878, art. 9, par. 2). Il ne pourrait être rétabli que d'un accord unanime (Convention du 6 novembre 1885, art. 8, par. 2).



parfois 1 % (1). Non seulement la Belgique était vidée de son or, mais ses pièces de cinq francs elles-mêmes s'enfuyaient en France et la Banque Nationale rapatriait régulièrement les écus nécessaires à l'alimentation de son encaisse ; c'était là évidemment un expédient, mais non un remède. Economistes et financiers en dissertaient, sans être d'accord sur les causes de cette situation : les uns l'attribuaient au déficit permanent de la balance des comptes, d'autres à l'insuffisance de la politique d'escompte de la Banque Nationale. Un arrêté royal du 20 février 1912 reconstitua l'ancienne Commission permanente créée en 1891 par Beernaert. Aux trois membres qui en restaient, l'arrêté adjoignait une vingtaine de notabilités versées dans ces questions. La nouvelle Commission monétaire inaugura ses travaux le 13 mai 1912. Ils n'étaient pas terminés quand éclata la guerre. Rien n'en fut, et n'en sera sans doute jamais, publié. On sait cependant qu'elle ne put arriver à des conclusions satisfaisantes.

La vérité c'est que la Banque Nationale ne pouvait se décider à élever le taux de son escompte, car le pays vivait de ses exportations et du bon marché de ses produits. Elle essayait donc de maintenir les variations du change dans d'étroites limites, suivant les mêmes principes que la Banque austro-hongroise, c'est-à-dire en achetant aux époques d'abondance du papier étranger payable en or, (soit pour le revendre au temps de hausse, soit comme garantie supplémentaire de ses émissions) et en cherchant à renforcer son encaisse métallique.

Et les années d'après-guerre ne nous ont que trop instruits en cette matière : l'expérience nous permet aujourd'hui d'affirmer que l'origine du mal résidait dans une tendance de la balance des comptes au déséquilibre.

---

(1) Sur Paris, la perte fut de 2,7 0/00 en 1906 ; de 3,4 0/00 en 1910 et de 6 0/00 en 1913, ces chiffres étant des moyennes.

Evidemment celui-ci devait être léger ; mais il n'en existait pas moins.

Quel était donc en Belgique l'état de la *Balance des Comptes* avant la guerre, de la balance « économique » bien entendu, puisque en dehors d'elle, une balance financière de capitaux ne trouvait pas dans le régime et la situation monétaire de raison suffisante pour se former ?

Sous cette dénomination de balance des comptes, on distingue en doctrine deux balances de manifestations extérieures différentes : l'une, dite « visible », parce que les données officielles l'affichent à tous les yeux, l'autre, dite « invisible », parce que d'intervention occulte. Les éléments de cette dernière sont en pratique insaisissables en eux-mêmes : de là, la difficulté de leur évaluation, même approximative ; avec eux, on entre en pleine conjecture.

De la balance belge des comptes aucun état sérieux n'a été dressé en dehors de celui qu'a tenté Mr. Fernand Baudhuin, professeur à l'Université de Louvain. Bien qu'il n'ait pas prétendu à autre chose qu'à un « essai » et qu'il ait eu, le premier, conscience de sa « témérité », M. Baudhuin fait donc autorité. En cette matière, c'est à lui, que tous les auteurs se réfèrent et, à notre tour, nous ne pouvons mieux faire que de suivre ses intéressantes propositions, tout aussi bien ici, pour l'avant-guerre, qu'ultérieurement, pour l'après-guerre.

Les balances économiques d'avant-guerre ne comportaient qu'un élément « visible », *la balance commerciale*.

Aux chiffres moyens d'importation et d'exportation que nous avons donnés, il y a quelques pages, M. Baudhuin dans les étapes successives de ses déductions croit pouvoir, pour ces années qui ont immédiatement précédé la guerre, apporter trois rectifications importantes.

Les deux premières sont la conséquence du dérèglement du change que nous avons signalé plus haut.

1° Chaque année, la Banque Nationale de Belgique devait acheter à Paris les pièces de cinq francs nécessaires à l'approvisionnement de son encaisse (1).

Remises au public quand celui-ci en demandait en échange de ses billets, ces pièces reprenaient le chemin de la frontière dès que la baisse du franc belge rendait l'opération profitable. L'Etat belge mettait bien des obstacles à cette évasion, mais, il était impuissant à l'enrayer. Cette situation avait sur les chiffres du commerce extérieur une influence incontestable, car les pièces rachetées à Paris étaient comprises dans les importations, tandis que leur exportation échappait d'autant plus aux statistiques officielles qu'une partie de celle-ci revêtait vis-à-vis de l'administration un caractère de fraude. Il est donc légitime de déduire des importations le montant total des pièces rachetées à Paris par la Banque Nationale de Belgique diminué des exportations de numéraires accusés par les statistiques. Mais ces « importations nettes » ne servaient qu'à augmenter l'encaisse de la Banque Nationale en pièces de cinq francs, puisqu'au contraire celle-ci diminuait. Diminution qui doit par conséquent s'ajouter aux exportations clandestines c'est-à-dire réduire d'autant lesdites importations nettes.

2° La Belgique n'avait jamais été riche en numéraire, mais cette pauvreté s'accroissait depuis quinze ans. Il est probable qu'à l'origine de cette dernière période, l'or circulant en Belgique s'élevait à 300 millions. Si donc l'on admet qu'il en restait une centaine lors de la déclaration de guerre, on aboutit à une perte de 200 millions

(1) On jugera de l'étendue du mal par le tableau suivant :

RACHATS DE PIÈCES D'ARGENT A PARIS  
(millions de francs)

|           |        |           |         |
|-----------|--------|-----------|---------|
| 1898..... | 38     | 1906..... | 81 1/2  |
| 1899..... | 60     | 1907..... | 98 1/2  |
| 1900..... | 35 1/5 | 1908..... | 79      |
| 1901..... | 14 1/2 | 1909..... | 90      |
| 1902..... | 11     | 1910..... | 184 1/2 |
| 1903..... | 25     | 1911..... | 129     |
| 1904..... | 12     | 1912..... | 262 1/2 |
| 1905..... | 24     | 1913..... | 369     |



et l'on peut en admettre une semblable pour les pièces d'argent et la monnaie divisionnaire (1).

Une évansion de numéraire de 400 millions en quinze ans représente une perte, ou équivaut à une exportation de 30 millions par an.

3° Le chiffre des exportations doit être augmenté de 15 %.

Si l'on arrête, en effet, la balance des comptes aux chiffres jusqu'ici acquis et à ceux qui vont être formulés au titre de la balance invisible, on ne peut en réaliser l'équilibre qu'au prix de cette troisième rectification : « Sans elle, on doit renoncer à l'établissement de la balance des comptes et à l'interprétation de l'économie « belge ». En dehors d'elle, en particulier la constitution du portefeuille étranger reste inexplicable.

Cette rectification se justifie par la tendance des exportateurs à faire admettre pour leurs marchandises la valeur la plus basse possible afin de réduire les droits d'entrée en pays étranger, si bien que, fréquemment deux factures sont faites, l'une fictive pour la déclaration, l'autre réelle pour le destinataire. Les importations prétaient moins à semblables pratiques parce que la Belgique n'étant pas protectionniste, il n'y avait pas intérêt à frauder et que beaucoup de droits étaient spécifiques, donc indépendants des valeurs. De plus, la Belgique exportait beaucoup plus de produits fabriqués qu'elle n'en importait et ce sont ces produits qui sont surtout taxés par les douanes. Enfin, des industries entières peuvent échapper aux statistiques. C'est le cas de celle des diamants : les pierres sont fréquemment exportées, soit par la poste sans que la valeur en soit déclarée, soit par les courtiers dans leurs déplacements. La source d'erreur de ce chef peut-être d'autant plus

---

(1) Le stock monétaire total ne diminuait pourtant pas, car si la couverture de la circulation augmentait, ainsi que nous l'avons dit, c'est que l'encaisse immobilisée de la Banque Nationale s'accroissait. Cette encaisse ne dépassait guère 100 millions en 1900, et se montait à près de 300 millions en 1913. La progression avait été rapide au cours des dernières années.

élevée qu'il s'agit d'objets ayant une grande valeur sous un petit volume.

Même redressés à la suite des diverses observations qui précèdent, la balance commerciale laissait au passif de la balance des comptes un solde important puisqu'il s'élevait à plus de 300 millions. C'est dire que, d'une manière générale, les éléments de la balance *Invisible* s'inscrivaient en contre-partie à son actif.

Examinons donc ceux-ci successivement pour déterminer la part de correctif contenue dans chacun d'eux.

1° *Les placements et les revenus :*

Au crédit de cette balance élémentaire figurent les intérêts du portefeuille étranger de la Belgique. De déductions exposées en détail dans son ouvrage « *Le Capital de la Belgique et le rendement de son industrie* » M. Baudhuin conclut, que, déduction faite des participations étrangères dans les entreprises belges, lesquelles d'ailleurs étaient peu importantes, l'actif de la Belgique à l'étranger avant la guerre était *net* de près de 9 milliards, rapportant quelque 350 millions de francs. Les Belges étaient attirés par les placements étrangers en raison de leur taux d'intérêt, plus élevé que ceux qui avaient cours en Belgique.

Au débit de cette même balance s'inscrit le montant des sommes annuellement investies en capital à l'étranger. A cet égard M. Baudhuin remarque que le portefeuille de 9 milliards dont il vient d'être question n'ayant pu être constitué qu'après 1870, soit en 43 ans, la moyenne des placements annuels était de 210 millions. Mais ceux des premières années, modestes sans doute, ont dû compenser par l'ampleur des dernières annuités. « minimum admissible. Sans cette émigration de capital, notre portefeuille étranger ne se comprend « pas (1) ».

---

(1) Le rapport du Commissaire des Monnaies permet un certain recoupement. Il fut créé, de 1910 à 1913, des Sociétés anonymes exploitant à l'étranger pour un capital de 900 millions, soit, en

La balance du portefeuille étranger conduisait donc à un solde créditeur de 80 millions.

## 2° *Les frets.*

Nombreux sont ceux qui professent que, du chef des frets, la Belgique est chaque année redevable vis-à-vis de l'étranger de sommes très importantes et cette opinion est à ce point répandue qu'on la retrouve jusqu'en des études spécialement consacrées à la Balance belge des comptes (1).

Pure erreur, cependant, car il est de règle que les statistiques des importations belges soient établies franco-frontière : le coût des marchandises qui y figurent comprend leur valeur à l'étranger augmenté du fret. Inversement, les exportations ne sont comptées que livrées à la frontière ou au port d'embarquement, l'acheteur étranger en paiera la valeur en Belgique augmentée du fret. Il convient donc de porter au crédit de la Balance Invisible les frets encaissés par la flotte belge et qui sont, en fait, à la charge des devises étrangères.

Il n'existe aucun relevé officiel ou officieux de ces frets. On ne peut dès lors procéder que par voie d'assimilation.

Le Board of trade estime les frets de la flotte anglaise à 2.365 millions de francs pour 1913. Or cette flotte comprenait avant la guerre 12.100.000 tonnes net, alors que la flotte belge n'était que de 240.000 tonnes. Proportionnellement au tonnage, la créance belge atteindrait donc 45 millions. Par prudence, on n'en retiendra que 40 (2).

---

moyenne, 225 millions par an. Il faut, cependant, tenir compte que 60 % de ces capitaux furent souscrits par des étrangers; mais il ne s'agit ici que des Sociétés de nationalité belge. De plus, ces chiffres ne comprennent pas les augmentations de capital souvent fort importantes.

(1) Tel article retentissant de *La Nation Belge*, du 28 octobre 1926.

(2) Le problème des assurances maritimes se pose dans les mêmes termes que celui des frets. Il n'en sera, cependant, pas tenu compte, car ces primes ne sont pas considérables et peuvent se trouver compensées par les indemnités payées à la suite de sinistres.



### 3° *Le transit.*

Le transit belge avant la guerre était beaucoup plus important que les statistiques ne le disaient, car un grand nombre de produits étaient déclarés en consommation alors qu'ils ne faisaient que traverser le pays. Mais la correction à apporter de ce fait aux importations étant à peu près la même, on peut légitimement s'en tenir aux chiffres officiellement déclarés pour le transit.

En 1913, 7.300.000 tonnes ont transité en Belgique. Si l'on prend comme moyenne de tarif kilométrique de troisième catégorie celui des fers, soit 7 fr. 50 par tonne et si on y ajoute 2 fr. 50 pour tenir compte du bénéfice de certains intermédiaires, de la manutention, de l'entreposage et de la mise à bord, on arrive au total de 10 fr. par tonne, qui est modéré. Dès lors, le transit belge aurait correspondu à 78 millions de francs.

### 4° *Les salaires des ouvriers belges à l'étranger*

Les ouvriers belges travaillant à l'étranger ne favorisent pas tous également la balance des comptes. Parmi eux, il importe, en effet, de distinguer les émigrés définitivement établis hors de la Belgique, les émigrés temporaires et les émigrés d'une semaine ou d'un jour.

Il ne semble pas que les envois d'argent des premiers au nombre de 400.000 en 1913 aient pu former une créance importante, car il y avait d'abord en contrepartie les 250.000 étrangers établis en Belgique. Que pouvaient bien, d'autre part, renvoyer comme épargne les 50.000 Belges d'Amérique qui s'embarquaient, pour la plupart, sans esprit de retour ? Et sur les 287.000 Belges établis en France (dont la moitié était des femmes) combien étaient en état de faire des économies et s'ils en faisaient, combien les plaçaient en Belgique ? Bref, il paraît imprudent de trouver là aucun appoint de crédit.

Les ouvriers appelés « Franchmans » dans les Flandres, parce qu'ils vont travailler presque exclusivement en France où ils prennent part à la moisson ou aux cam-

pagnes sucrières, formaient un contingent d'émigrés temporaires dont le nombre a été évalué avant la guerre à 40.000 par M. Ronse (1). D'après lui, chacun de ces Franchmans rentrait au pays avec 500 francs d'économie au minimum. Cette ressource était donc de 20 millions par an.

Beaucoup plus important au point de vue de la balance des comptes était l'importation hebdomadaire ou quotidienne des salaires gagnés en France et constamment rapportés en Belgique. En 1910 près de 50.000 ouvriers belges traversaient notre frontière, et, tout particulièrement, la Lys, dans ces conditions. A Menin, 70 % de la population ouvrière travaillait en France; à Mouseron, 76 %. Ouvriers industriels, ils étaient mieux payés que les ouvriers agricoles. Ceux qui rentraient chaque soir en Belgique ne faisaient, pour ainsi dire, aucune dépense en France. C'est demeurer dans les bornes de la vraisemblance que d'estimer ces rentrées à 800 francs par ouvrier soit 40 millions pour cette catégorie de travailleurs.

L'émigration temporaire rapportait donc 60 millions par an à la Belgique et cette somme venait principalement de la France.

##### 5° *Les dépenses des voyageurs.*

Tout d'abord, pour les dépenses faites sur le sol belge par les voyageurs étrangers, on rappellera qu'il y avait en Belgique un transit de voyageurs fort important, principalement vers l'Europe centrale, et, par Anvers, un transit d'émigrants et d'ex-émigrants ayant atteint 126.000 en 1913. L'été, les plages de la côte belge, Ostende, Heyst, Knocke, etc..., ainsi que l'« Ardenne », attiraient un grand nombre d'étrangers, principalement des Anglais. Si l'on prenait pour la Belgique un chiffre proportionnel à ceux qui ont été avancés pour la France, on obtiendrait un montant de dépenses de 400 millions. Mais il est juste de frapper ce chiffre brut d'un coeffi-

---

(1) *L'émigration saisonnière.*

cient de réduction et, quoique cela soit probablement inférieur à la réalité, on ne comptera pas ici plus de 100 millions en tout.

Quant aux dépenses des Belges voyageant à l'étranger, elles sont minimales. Le Belge est casanier, il voyage peu. On supposera qu'il dépense au dehors le tiers de ce que l'étranger dépense chez lui, c'est-à-dire 35 millions.

Finalement, voici comment pouvait se présenter la balance économique des comptes de la Belgique avant la guerre :

**DEBIT**  
(millions de francs)

*Importations.*

|                                                                   |              |
|-------------------------------------------------------------------|--------------|
| Marchandises (y compris pièces d'argent rapatriées,<br>370) ..... | 5.050 (1)    |
| Placements à l'étranger.....                                      | 270          |
| Voyageurs belges à l'étranger .....                               | 30           |
| <b>Total .....</b>                                                | <b>5.350</b> |

**CREDIT**  
(millions de francs)

*Exportations.*

|                                                 |           |              |
|-------------------------------------------------|-----------|--------------|
| Marchandises .....                              | 3.750 (2) |              |
| Rectification de 15 %.....                      | 565       |              |
| Argent drainé .....                             | 375       | 4.690        |
| Revenus des placements à l'étranger .....       |           | 350          |
| Frets .....                                     |           | 40           |
| Ouvriers à l'étranger .....                     |           | 60           |
| Transit .....                                   |           | 78           |
| Touristes étrangers en Belgique .....           |           | 100          |
| Déficit couvert par la perte de numéraire ..... |           | 32           |
| <b>Total .....</b>                              |           | <b>5.350</b> |

Balance sans aucun doute intéressante par l'image qu'elle tend à donner des divers ordres de comptes exté-

(1) Chiffre de 1913.

(2) Chiffre de 1913 (année de crise), corrigée par la moyenne des trois dernières années.



rieurs ; mais qui, outre les nombreuses hypothèses sur lesquels reposent ses éléments, suppose une rigueur automatique dans les rapatriements et les exportations de devises et prend l'année comme unité de temps.

Peut-être la péréquation des comptes s'établit-elle, au total, suivant son schéma, et le résultat final est-il conforme à ses conclusions ; mais, nous l'avons déjà noté, c'est dans leur teneur de chaque instant que dettes et créances s'opposent ; les variations de leur balance sont donc constantes, et, par conséquent, les oscillations du change, alors même que celui-ci n'est lié qu'à l'offre et à la demande de traites internationales.

### CHAPITRE III

#### LISTE DES MINISTÈRES ET DES CHAMBRES BELGES DE L'ARMISTICE A FIN OCTOBRE 1927

La succession des événements que nous nous proposons d'exposer gagnera en clarté si nous rappelons, dès l'abord, la suite des Ministères sous lesquels ils se sont déroulés.

De même, la politique tenant un rôle important dans toute histoire monétaire, nous indiquerons également la composition des Chambres belges d'où sont issus ces Ministères.

1° Aussitôt après l'armistice, le « Gouvernement du « Havre » fut remplacé par un Ministère d'Union nationale dont M. *Delacroix* était le Président et le Ministre des Finances.

A) Des *élections législatives* eurent lieu le 16 novembre 1919.

Le tableau ci-dessous en donne le résultat et une comparaison avec la Chambre de 1914 :

|                    | 1914 | 1919 |
|--------------------|------|------|
|                    | —    | —    |
| Catholiques .....  | 99   | 75   |
| Libéraux .....     | 45   | 34   |
| Socialistes .....  | 40   | 70   |
| Frontistes .....   |      | 3    |
| Combattants .....  |      | 3    |
| Indépendants ..... |      | 2    |

Soit un recul des partis « bourgeois » (libéral et catholique), et victoire socialiste.

Le Sénat était composé de 43 Catholiques, 30 Libéraux et 20 Socialistes.

2° Le 19 novembre 1920, un second Ministère d'Union nationale succéda au premier, avec M. *Carton de Wiart* comme Président, et M. *Theunis*, comme Ministre des Affaires Etrangères.

B) Des *élections législatives* eurent lieu le 20 novembre 1921.

Les Chambres qu'elles nommèrent furent ainsi composées :

|                   | Chambres des<br>Représentants | Sénat |
|-------------------|-------------------------------|-------|
| Catholiques ..... | 80                            | 73    |
| Libéraux .....    | 33                            | 28    |
| Socialistes ..... | 63                            | 52    |
| Frontistes .....  | 4                             |       |
| Combattants ..... | 1                             |       |

D'où il faut conclure que la physionomie du Parlement belge n'avait pas sensiblement changé.

3° A la suite de ces élections, le 5 décembre 1921, M. *Theunis* devint président du Conseil et Ministre des Finances.

M. *Theunis*, à travers deux remaniements ministériels réalisés, l'un au début de juillet 1923, l'autre au milieu de mars 1924, conserva ces deux mêmes fonctions jusqu'aux élections générales de 1925.

Il fut donc Ministre des Finances du milieu de novembre 1920 au milieu de juin 1925; donc, en particulier, pendant toute la législature de 1921.

C) De nouvelles *élections législatives* eurent lieu le 5 avril 1925, à la suite de la dissolution, par arrêté royal du 7 mars 1925, de la Chambre précédente, et donnèrent les résultats suivants :



|                  | Chambre des<br>Représentants |                          |  | Sénat   |                          |
|------------------|------------------------------|--------------------------|--|---------|--------------------------|
|                  | Membres                      | Comparaison<br>avec 1921 |  | Membres | Comparaison<br>avec 1921 |
| Catholiques ..   | 78                           | — 2                      |  | 71      | — 2                      |
| Libéraux .....   | 22                           | — 11                     |  | 23      | — 5                      |
| Socialistes .... | 79                           | + 11                     |  | 59      | + 7                      |
| Communistes .    | 2                            | + 2                      |  |         |                          |
| Frontistes ....  | 6                            | + 2                      |  |         |                          |
| Combattants ..   | 1                            | 0                        |  |         |                          |

Soit donc des Chambres encore davantage orientées vers la gauche.

4° Un cabinet *Van de Vyvere* vécut alors du 14 au 22 mai 1925.

5° Après 75 jours de crise, ouverte par la démission du Ministère Theunis, le 6 avril, vint alors au Pouvoir le 18 juin, le cabinet *Poullet-Vandervelde-Janssen*.

M. Poullet étant Président et Ministre des Affaires Economiques;

M. Vandervelde, Ministre des Affaires Etrangères;

M. Janssen, Ministre des Finances.

6° Enfin, le 20 mai 1926, au Ministère précédent succéda le Ministère *Jaspar-Francqui-Vandervelde*.

M. Jaspar étant Président et Ministre de l'Intérieur;

M. Francqui, Ministre d'Etat, chargé du Trésor;

M. Houtart, Ministre des Finances;

M. Vandervelde, Ministre des Affaires Etrangères.

## PREMIÈRE PARTIE

---

### LA PERIODE DE DESEQUILIBRE

1919 à 1920

Il s'agit d'une période où des difficultés sans nombre, conséquence d'une guerre sans précédent, sont venues fondre sur la Belgique toute entière; où se sont posés devant elle, comme, par ailleurs, devant le monde entier, des problèmes jusque-là inconnus. Il n'est donc pas surprenant que, si haut placés soient-ils pour les dominer, les Gouvernants, pour les résoudre, aient tâtonné et se soient trompés comme les autres hommes quand leur intelligence est en retard sur les événements et que l'illusion les aveugle.

La Maison était en ordre et son train régulier. Ses voisins eux-mêmes s'étaient portés garants de sa sécurité. L'existence, au sein du travail, s'y écoulait facile et, plus peut-être qu'ailleurs, on y goûtait la « douceur de vivre ».

... La tourmente passe et la voici ébranlée jusqu'en ses profondeurs...

D'importants secours extérieurs sont attendus. Entre temps, les premiers états sont posés, mais, préparés suivant des formules inadéquates, appliqués sans méthode et souvent à contre-sens, ils ne font qu'aggraver le mal. Aussitôt, l'enregistreur de tous les affaissements de l'édifice économique qu'est la monnaie, d'accuser, avec la sensibilité que nous avons dite dès l'origine, un fléchissement symptomatique.

## CHAPITRE PREMIER

### L'INFLATION

Bien que sous des formes diverses, l'inflation se rencontre à l'origine des difficultés monétaires de tous les pays qui ont pris part à la guerre.

La Belgique n'a pas échappé à cette règle générale, mais, de par le sort qui lui a été réservé d'août 1914 à novembre 1918, son inflation représente un caractère original en ce sens qu'elle ne l'a pas créé elle-même. Comme l'occupation toute entière, elle l'a subie.

Il serait vain de rechercher si, en recouvrant sa souveraineté elle y eût échappé. Toute hypothèse ici reste gratuite et stérile et le fait seul importe. Or, ce fait est que l'inflation belge se présente comme un apport de l'ennemi.

L'inflation en Belgique, en effet, est née le jour où les Allemands y ont superposé le mark au franc. Cette situation est donc certainement contemporaine de l'envahissement, et l'arrêté allemand du 3 octobre 1914 n'a eu pour effet que de la consacrer officiellement, qui a donné cours forcé, en Belgique, au mark en lui assignant — circonstance aggravante, le mark ayant déjà perdu 13 % de sa valeur (1) — même force libératoire qu'une somme de 1 fr. 25; l'introduction de nouveaux pouvoirs d'achat dans la masse des anciens, alors que, de son côté, la masse des richesses réelles disponibles correspondantes ainsi que des services n'a pas augmenté, — ou pis encore, comme ici, a diminué — n'est-ce pas,

---

(1) Cote de Genève. Le franc belge était, au contraire, à 1 % au-dessus du pair.



en effet, toute l'inflation ? Et, peu importe que les deux pouvoirs d'achat, l'ancien et le nouveau, soient représentés sous deux espèces différentes ; ou que l'un d'eux fasse prime, voir encore se raréfie devant l'autre comme ce fut, alors, pour des motifs économiques et patriotiques, le cas du franc en présence du mark : pour caractériser l'inflation, l'essentiel c'est qu'ils coexistent.

Comme le Gouvernement français en agit pour les départements recouvrés, le Gouvernement belge, dès la fin de la guerre, entreprit l'échange de la monnaie étrangère — sauf à se récupérer ultérieurement sur son émetteur — contre la monnaie nationale. Ce faisant, il ne créait pas l'inflation, il se bornait à composer avec elle et à la nationaliser, unifiant les deux pouvoirs d'achat sous l'expression de l'un d'eux, le belge.

Il péchait, cependant, à son tour, par inflation en adoptant pour base de l'échange de la monnaie étrangère son taux d'invasion. Accepter les billets allemands au cours de 1 fr. 25 pour 1 mark, alors que celui-ci ne valait sur le marché que 60 à 65 centimes, c'était, purement et simplement, fabriquer du pouvoir d'achat à découvert. Il le faisait, assurément, en conséquence du principe qui mettait les réparations à la charge de la nation, pour ne pas imposer injustement de perte à ceux que le hasard faisait les derniers porteurs de marks, comme encore pour ne pas troubler la situation financière des banques, caisses d'épargne et autres organismes qui avaient été obligés de les accepter. Il n'en consolidait pas moins l'inflation dans son plein.

Au point de vue opératoire, le processus de l'échange des marks fut le suivant :

D'abord deux arrêtés-lois préparatoires des 22 et 24 octobre 1918. L'un, destiné à mettre obstacle à tout apport de nouveaux marks par des spéculateurs ou des agents de l'ennemi, interdisait l'introduction de toute monnaie métallique ou fiduciaire des Etats en guerre avec la Belgique. L'autre autorisait le Gouvernement à

préciser, par arrêté royal, toutes les mesures que l'assainissement de la circulation monétaire pouvait rendre nécessaires dans l'intérieur du pays et sur les frontières en ce qui concerne « l'introduction, la détention, la circulation et le retrait de toutes les monnaies métalliques et fiduciaires n'ayant pas cours légal en Belgique ».

Puis, deux opérations financières :

D'une part, émission d'un emprunt de résorption, sous la forme de bons du Trésor à 5 % et à 3 ans d'échéance dénommés « Bons de la Restauration monétaire », auxquels on pouvait souscrire pour 3/4 en marks décomptés au taux de 1 fr. 25, et pour 1/4 en francs belges. Entreprise au fur et à mesure de la libération du territoire, cette émission fut clôturée le 15 janvier 1919, et produisit en chiffres ronds, 3 milliards de francs, dont 1.545 sous forme de marks et le solde en francs (1). Il y avait donc eu déflation, au moins momentanément, dans la mesure où les marks avaient été remplacés par des Bons.

D'autre part, de fin décembre 1918 à courant janvier 1919, par les soins de la Banque Nationale de Belgique et pour le compte de l'Etat, échange pur et simple des marks contre des billets belges et des crédits à vue. La situation de la Banque au 3 juillet 1919, accuse, de ce fait, 3.500 millions de circulation nouvelle, et 2.300 de nouveaux comptes-courants, le tout, soit 5.800 millions, en contre-partie d'une avance de même montant à l'Etat, représentée par des Bons du Trésor à trois mois. Pareille avance excédant les facultés organiques de la Banque, la situation fut régularisée par une Convention du 19 juillet 1919 entre celle-ci et l'Etat, ratifiée par une Assemblée générale du 25 août 1919, d'une part, et par la Chambre des Représentants et le Sénat, d'autre part, les 2 et 7 octobre 1919.

---

(1) Ou valeurs assimilées (arrérages de rentes nominatives, coupons d'intérêts échus des titres de la Dette Publique et des Bons du Trésor).

Au total donc, 6.109 millions de marks furent retirés pour 7.636 millions de francs. Ils se répartissent comme suit :

|                                                                                                                         | Marks         |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| a) Souscription aux Bons du Trésor de la Restauration monétaire .....                                                   | 1.545.000.000 |
| b) Echange direct .....                                                                                                 | 2.855.000.000 |
| c) Marks revenus d'Allemagne comme restitutions aux banques et aux particuliers (montants enlevés par l'occupant) ..... | 1.700.000.000 |
| d) Echanges aux prisonniers .....                                                                                       | 7.000.000     |
| e) Echange complémentaire à 1 fr. par mark ....                                                                         | 2.000.000     |
|                                                                                                                         | <hr/>         |
|                                                                                                                         | 6.109.000.000 |

Il n'est pas indifférent de noter ici que l'opération de l'échange des marks fut très critiquée par la suite en Belgique, notamment à la tribune de la Chambre des Représentants. On la taxa de désastreuse et on y vit une injustice flagrante; on prétendait qu'elle avait été faite surtout au profit de ceux qui avaient trafiqué avec l'ennemi ou provoqué un important afflux de mark de Hollande. Ce qu'il suffit de retenir de là pour notre sujet, c'est que, si l'échange des marks n'a pas créé l'inflation, la fraude, au même titre que le taux d'échange, l'a aggravée.

Par contre, l'amortissement du compte d'avance consenti par la Banque à l'Etat, eût heureusement dissocié le crédit du billet de celui de l'Etat et concouru à la déflation. A la vérité, ce fut là une des premières préoccupations du Gouvernement belge et du Conseil général de la Banque de Belgique. Un double programme fut poursuivi à cet effet; malheureusement, avec un double insuccès.

Sur un emprunt de 2.500 millions, émis en janvier 1920, qui tendait également à résorber une partie des dépôts à la Banque Nationale, ayant pour origine



l'échange des marks, un milliard devait être employé par l'Etat, en remboursement de l'avance. De plus, le Gouvernement devait verser annuellement, à partir de 1921, une somme d'au moins 150 millions. Mais tels furent les besoins de la Trésorerie que les remises de l'Etat ne purent être, en 1920, que de 300 millions.

D'autre part, le Traité de Versailles ayant laissé à la Belgique le soin de s'entendre directement avec l'Allemagne au sujet des marks de l'occupation, le Gouvernement belge se tourna vers le Gouvernement allemand. Un premier accord en date du 25 novembre 1919 comportait le paiement par l'Allemagne d'une somme totale de 7.592 millions de francs avec versements échelonnés sur une période de vingt années, moyennant remise au Gouvernement belge de Bons du Trésor allemands nets de toute charge, portant intérêt à 5 %, et que celui-ci pouvait négocier à son gré.

En fait, cet accord resta lettre morte. A trois reprises, au total, des négociations furent poursuivies avec l'Allemagne, et, par deux fois, des signatures échangées, mais en vain, et, aujourd'hui encore, la question est toujours pendante. Autant dire qu'elle restera, très probablement, sans solution.

En dehors du territoire belge d'avant-guerre, le Gouvernement procéda à deux premières opérations d'échanges de marks dans les cantons d'Eupen, de Malmédy et de Saint-Vith, sur la base de un franc pour un mark, et ce, pour des montants respectifs, d'abord de 9 millions, fournis par le Trésor, antérieurement au Traité de Versailles, en vue de faciliter le ravitaillement en vivres des populations; puis de 64 millions, à titre d'avance de l'Etat au Haut Commissaire du Roi. Le cas de fraude réservé, il n'y eut pas là superposition, mais simplement substitution d'une monnaie à une autre, de sorte que lesdits échanges ne formèrent inflation que par la disproportion existant entre le taux adopté et la parité réelle des deux devises.

A cette première source d'inflation due aux marks, on doit en ajouter une seconde toute similaire due à des *billets belges*.

Par suite de sa ferme attitude, vis-à-vis de l'autorité occupante, la Banque Nationale de Belgique qui, d'ailleurs, lors de l'invasion avait évacué son encaisse mé-s'était vue retirer, le 22 décembre 1914, son privilège d'émission. Celui-ci avait été transféré à un Département spécial de la Société Générale de Belgique, géré entièrement, en vertu d'une Convention du 14 janvier 1915, pour le compte de la Banque Nationale, ce qui, au point de vue belge, avait évité la création d'un organisme d'émission purement allemand, et reprenait une ancienne tradition, puisque, dans la première moitié du siècle dernier, la Société Générale avait été la principale Banque d'émission du pays.

De cet Institut d'émission de circonstance sortirent donc, pendant l'occupation, des billets belges spéciaux qui, au 19 novembre 1918, à la veille de sa liquidation, s'élevaient à 1.153 millions, en même temps que les comptes-courants de même espèce atteignaient 335 millions. Compte tenu de la situation de la Banque Nationale, la circulation totale des billets belges lors de l'armistice, se chiffrait, par conséquent, à environ 2.750 millions; elle avait plus que doublé par rapport à l'avant-guerre.

Pour les mêmes motifs que les marks, les billets de la Société Générale furent échangés contre des billets de la Banque Nationale, et, si les premiers de ces billets avaient participé à l'inflation, les seconds, qui les remplacèrent, au même titre que ceux qui furent substitués aux marks, ne firent qu'entériner celle-ci sous une forme définitive.



Cependant l'avance consentie par la Banque Nationale, à l'Etat, ne se traduit pas immédiatement par un accroissement égale de la circulation des billets. On l'a

vu, les 5.800 millions de cette avance correspondaient à 3.500 millions de francs en billets et à 2.300 de francs en comptes-courants. Si, en effet, tous les échanges inférieurs à 1.250 francs avaient été immédiatement liquidés, les échanges supérieurs, après versement d'un acompte de 1.250 francs, s'étaient effectués en comptes-courants.

Les marks, avant leur reprise, constituant inflation, leurs contre-parties belges, ne pouvaient que conserver ce caractère et, au même titre que les 3.500 millions de nouveaux billets belges, les 2.300 millions de nouveaux comptes-courants étaient de l'inflation. La superposition des marks aux signes monétaires belges s'était donc résolue en inflation proprement dite et en inflation de crédit : toutes deux correspondaient à des pouvoirs d'achat surajoutés à ceux d'avant-guerre, et il y avait désormais entre ceux-ci cette seule différence que les uns étaient de la circulation effective et les autres de la circulation potentielle. Au fur et à mesure que l'activité nationale reprit, un reflux se produisit de la seconde vers la première, les dépôts des banques et des particuliers à la Banque Nationale, fondirent, et les billets se multiplièrent.

Mieux que tous les commentaires, le tableau comparatif suivant des principaux postes du bilan de la Banque Nationale à des époques successives, éclairera toute la situation et l'évolution que nous venons d'exposer.

#### ACTIF

|                                 | 31 déc<br>1918          | 30 juin<br>1919 | 31 déc.<br>1919 | 31 déc.<br>1920 |
|---------------------------------|-------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                                 | —                       | —               | —               | —               |
|                                 | (millions de francs)... |                 |                 |                 |
| Encaisse métallique .....       | 289,7                   | 294             | 293,5           | 294,4           |
| Portefeuille étranger .....     | 100,6                   | 25,5            | 59,7            | 27,2            |
| <hr/>                           |                         |                 |                 |                 |
| Total ( <i>Couverture</i> ) ... | 391,3                   | 319,5           | 353,2           | 321,6           |



|                                                          |       |       |       |       |
|----------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Portefeuille-effets .....                                | 311,2 | 355   | 392,3 | 861,7 |
| Avance à l'Etat pour le rem-<br>boursement des marks.... | 927   | 5.800 | 5.800 | 5.500 |
| Dette interprovinciale re-<br>prise par l'Etat .....     | 480   | 480   | 480   | 480   |
| Avances sur fonds publics<br>belges .....                | 83,7  | 95    | 62,8  | 161,1 |

# PASSIF

## Comptes-courants :

|                                                                   |         |       |         |         |
|-------------------------------------------------------------------|---------|-------|---------|---------|
| Trésor .....                                                      | néant   | 1 210 | 216,9   | 59,5    |
| Particuliers .....                                                | 582,6   | 1.316 | 2.216,6 | 1.099,9 |
| Ensemble.....                                                     | 582,6   | 2.526 | 2.433,5 | 1.159,4 |
| Circulation fiduciaire .....                                      | 3.210,4 | 4.698 | 4.763,8 | 6.260,5 |
| Total ( <i>Engagements à vue</i> ).                               | 3.793,0 | 7.224 | 7.197,3 | 7.419,9 |
| Rapport de la <i>Couverture</i><br>aux <i>Engagements à vue</i> . | 10,3%   | 4,4%  | 4,9%    | 4,3%    |

\*  
\*\*

Les *règlements par chèques et virements*, ces substituts de la monnaie dont l'usage commençait à naître avant la guerre, ainsi que nous l'avons rappelé, ont marqué, en 1919 et 1920, un développement important qui n'était pourtant que le modeste début de leur essor ultérieur.

En 1919 et 1920 les mouvements des chèques postaux sont représentés par les chiffres respectifs suivants :

|                                     |                     |
|-------------------------------------|---------------------|
| Nombre de comptes en fin d'années.. | 16.463 et 36.610    |
| Avoir des titulaires.....           | 115 et 367 millions |
| Montant des opérations.....         | 7.138 et 34.229     |

Quant aux opérations bancaires de compensation, elles s'opéraient, en 1920, par le moyen de 6 chambres, qui ont compensé, cette année-là, 1.229.136 pièces, correspondant à 56.785 millions.

La Belgique s'est adaptée à l'usage du chèque avec une rapidité qui a pu être qualifiée de « foudroyante ». Les

autorités favorisaient, d'ailleurs, sa vulgarisation (1), parce que régler par chèque, c'est économiser les signes monétaires. Il y a donc en lui un certain secours contre l'inflation monétaire proprement dite, c'est-à-dire celle qui frappe le public et est la hantise de la plupart des Gouvernements. Cependant le mouvement des « clearings » n'en est pas moins équivalent d'un accroissement de la circulation pouvant aller jusqu'à produire une inflation, mais celle-ci, à la différence de l'autre, est occulte.

La généralisation des paiements par écriture comptable avait pour condition première l'élévation du niveau des dépôts, réservoirs de disponibilités pour les particuliers et de crédits pour les banques, mais réservoirs dont la capacité est, à son tour, virtuellement accrue par le jeu des compensations. Peu importants avant la guerre, on s'en souvient, les dépôts affluèrent alors auprès des banques.

La totalisation des bilans de 18 banques commerciales et industrielles opérée par M. Chlepner (2), révèle que leurs « engagements » sont passés de 1.806 millions en 1913 à 3.081 en 1918, et 5.580 pour chacune des années 1919 et 1920, et ceux-ci résultaient soit d'ouvertures de crédit, soit d'apports des clients facilités par l'abondance monétaire.

---

(1) Témoin l'arrêté royal du 10 septembre 1919 « relatif au compte-courant ou au compte-chèque obligatoire pour les adjudicataires de l'Etat », qui était précédé des préambules suivants :

« Considérant que la pratique des méthodes modernes de compensation s'impose de plus en plus, eu égard à l'inflation monétaire actuelle. »

« Considérant que la généralisation des liquidations sans emploi de signes monétaires ne peut être obtenue que par l'usage étendu des comptes-courants et la pénétration de l'emploi des chèques et virements dans toutes les sphères de la population et particulièrement dans celle de l'industrie et du commerce. »

(2) Les Banques dont il s'agit sont les suivantes :

Société Générale, Banque de Bruxelles, Banque d'Anvers, Banque d'Outre-Mer, Caisse des Reports, Crédit Général Liégeois, Banque des Reports, Crédit Anversoise; Banque Centrale Anversoise, Banque Internationale de Bruxelles, Banque Liégeoise, Crédit Général de Belgique, Banque de Flandre, Banque Générale Belge, Banque de l'Union Anversoise, Banque de Crédit Commercial, Banque de Gand, Banque générale de Liège.



Ces diverses données consignées, mettons bien en évidence, en rappelant l'enchaînement des faits, *la situation économique et monétaire de la Belgique au cours des deux premières années d'après-guerre.*

Un arrêté royal du 2 août 1914, pris immédiatement après l'ultimatum de l'Allemagne et confirmé par la loi du 4 août 1914, avait établi, en Belgique, le cours forcé du billet de banque belge.

Pendant l'occupation, l'autorité allemande ne s'était pas contentée d'instituer, à son tour, le cours forcé, en Belgique, du mark au pair, par son ordonnance du 3 octobre 1914 déjà mentionnée. Elle avait pris, le 22 mai 1915, un arrêté « interdisant le trafic des monnaies « d'or, d'argent ou de nickel, ou des billets de banque « français ». « Toute personne », disait l'article premier, « qui, sans posséder une autorisation expresse de « l'autorité occupante, achète ou essaye d'acheter des « monnaies d'or, d'argent ou de nickel ou des billets de « banque français à un prix dépassant leur valeur nominale, sera punie... »

Ajoutons que cet arrêté s'est vu implicitement abrogé par l'arrêté-loi belge, pris en France, le 8 avril 1917, qui stipulait que « toutes les mesures prises par l'occupant sont tenues pour abrogées de plein droit, au fur et à mesure de la libération du territoire ».

Au terme de la guerre, on l'a vu, les billets belges qui s'élevaient à environ 1.000 millions au 31 juillet 1914, atteignaient environ 2.750 millions. Si on y ajoute les 5.800 millions correspondants à l'échange des marks, on enregistre un total de 8.550 millions : les disponibilités monétaires se trouvaient donc multipliées par le coefficient 8,5.

D'où provenait, en réalité, cette formidable multiplication de pouvoirs d'achat, sinon du régime économique auquel les quatre années d'occupation avaient soumis la Belgique ? Le pays s'était vidé : les stocks et une par-



tie de l'outillage avaient été remplacés par des billets ; les réquisitions allemandes, pour leur part, ne laissaient, en définitive, derrière elles que des marks. Le pays avait consommé beaucoup plus qu'il ne produisait, car une partie seulement de la population produisait pendant que toute la population, quoique mal, consommait. Le pays s'était épuisé en secours : la population non productive ne vivait guère que des subsides des pouvoirs publics, et, à travers elle, de nouveaux pouvoirs d'achats se diffusaient dans le public. Le pays avait thésaurisé : les billets belges avaient presque complètement disparu pour faire place à une nouvelle circulation : celle des marks. Bref, les Belges ne pouvaient se réveiller de leur douloureuse léthargie qu'avec la conviction d'être individuellement devenus riches : la plupart ne disposaient-ils pas d'un capital accru par rapport à l'avant-guerre ? Mais, en fait, il n'y avait là aucune richesse au point de vue national. Ces capitaux n'étaient pas le fruit de l'épargne, laquelle ne provient que de l'excès de la production sur la consommation ; il en étaient, si l'on peut dire, tout l'opposé.

La façade était peut-être brillante ; mais, derrière elle, comment la monnaie n'aurait-elle pas payé de sa misère un trop réel appauvrissement ?

## CHAPITRE II

### LA BALANCE ÉCONOMIQUE DES COMPTES

Continuant, pour faciliter la comparaison, et pour ajouter à nos données originelles la valeur de continuité qui les justifie, à suivre le plan antérieurement adopté vis-à-vis de la balance des comptes d'avant-guerre, nous répartirons, tout d'abord, notre exposé, conformément à la doctrine, sous les deux rubriques de « Balance visible » et « Balance invisible ».

Déjà nécessaire en régime normal pour expliquer les entrées et les sorties d'or d'un pays, cette distinction prend une importance particulière en période d'instabilité, car les mentions publiques de la balance visible sont de nature à provoquer des réactions spéculatives, alors que le rôle secret de l'autre balance la soustrait à toute interprétation psychologique.

#### A) LA BALANCE VISIBLE

##### 1° *La balance commerciale.*

La Belgique, avant la guerre, avait la réputation justifiée de bénéficière, par rapport à ses voisins, de prix de revient très réduits. Dès 1919, cette précieuse situation fut gravement compromise, à la fois du chef des matières premières et des salaires. Les pays producteurs, en effet, faisaient payer très cher à la Belgique les marchandises qui lui étaient nécessaires et tout particulièrement les pays anglo-saxons, en raison de la dépréciation du franc belge vis-à-vis de leurs monnaies. Tel était, entre autres, le cas des laines et des cotons si nécessaires à l'une des principales industries natio-

nales. D'autre part, la prospérité industrielle immédiatement consécutive à la guerre, entraîna la hausse des salaires et celle-ci, en fait, dépassa le juste niveau du moment.

De plus, la destruction d'un grand nombre d'usines par l'occupant, non dans un but militaire, mais par tactique économique, avait fortement diminué la capacité productrice de beaucoup d'industries nationales.

Enfin, à la fièvre de production des premiers mois, succéda, à partir de la fin de 1920, une crise industrielle sérieuse, qui ne pouvait qu'être aggravée par la chute du mark.

On comprend combien, dans ces conditions, les facultés exportatrices de la Belgique se trouvaient comprimées par rapport aux besoins d'importation, et c'est ce déficit commercial que nous allons à présent préciser.

Le trafic extérieur belge en 1919 et 1920, se résume dans les chiffres suivants (millions de francs) :

|                   | 1919  |         | 1920   |            |
|-------------------|-------|---------|--------|------------|
| Importations .... | 5.245 | } 7.545 | 12.942 | (1) 21.804 |
|                   |       |         |        |            |
| Exportations .... | 2.300 | } 45,8  | 8.862  | 68,5       |
|                   |       |         |        |            |
| Déficit ... ..    | 2.945 |         | 4.080  |            |

En valeur absolue, ces déficits équivalent respectivement à environ 1.500 et 1.000 millions de francs-or.

Au total donc, aux débuts de la restauration belge, contemporaine à la fois de la chute du mark qui ouvrait sans cesse plus grande la porte aux produits allemands sur le marché mondial et de la revalorisation des devises anglo-saxonnes qui rendaient extrêmement onéreuses les importations indispensables, correspondait dans le commerce extérieur de la Belgique, un déficit béant.

(1) En tonnage le trafic de 1920 correspond à :

Importations : 13.347 milliers de tonnes.

Exportations : 10.613 milliers de tonnes.

La guerre nous paraît avoir ajouté à la balance visible classiquement limitée à la balance commerciale, deux rubriques nouvelles : les *Indemnités allemandes de réparations* et les *Arrérages de la dette extérieure* ; (1) les chiffres qu'accuse chacune d'elles, en effet, connus au même titre que les statistiques commerciales.

## 2° Les indemnités allemandes de réparations.

On sait que le Traité de Versailles, qui est muet sur le montant des réparations allemandes envers les Alliés et Associés de la guerre, n'a pas davantage reconnu le droit de la Belgique au traitement de faveur explicitement proclamé par l'un des quatorze points du président Wilson. C'est sur les réserves formelles des plénipotentiaires belges qu'à la veille de la signature du Traité intervint l'accord du 16 juin 1919 qui donnait à la Belgique la faculté de recevoir « un acompte sur les indemnités des réparations auxquelles elle avait droit jusqu'à l'équivalence de 2 milliards et demi de francs-or » à prélever sur le premier paiement reçu en espèces « de l'Allemagne. »

Telle est, en effet, la formule qui consacre la fameuse « priorité belge ». Chiffrés en valeur absolue, elle n'est pas fonction, par conséquent, du total de l'indemnité que devait verser l'Allemagne ; c'est d'ailleurs, sans doute, pour ce motif que sa réduction ne fut jamais envisagée.

Pendant, elle est, elle-même, primée par les priorités de l'article 251 du Traité de Versailles relatives au coût des armées d'occupation, aux réparations résultant du Traité lui-même et au ravitaillement de l'Allemagne.

---

(1) Au point de vue purement monétaire qui est le nôtre — la place de la première nous a décidément paru mieux marquée dans le présent chapitre qu'au sein des études ultérieures consacrées à des facteurs d'action plus indirecte, telles que le Budget ou la Dette publique — et la seconde, par les transferts de devises que nécessitent également les arrérages à acquitter à l'étranger, mérite ici une mention explicite, alors même que le capital correspondant ressortit au chapitre de la Dette.



Enfin, parmi les diverses dispositions de nature à garantir effectivement à la Belgique l'encaissement de son indemnité préférentielle, citons la clause dite de « Reversement », en vertu de laquelle les Alliés s'engageaient à reverser le 1<sup>er</sup> mai 1921 (1), la contre-valeur de tous les paiements et toutes les prestations en nature que l'Allemagne aurait pu leur effectuer. (2) La carence commerciale de l'Allemagne fit appréhender aux gouvernements Alliés dès 1920 de tels reversements, peu compatibles avec l'état de leurs propres Trésoreries, et dès la Conférence de Spa (16 juillet 1920), la Belgique consentit, par un premier sacrifice, à ce que ladite clause ne prit effet qu'à partir du 1<sup>er</sup> mai 1921. (3)

Ainsi donc la « priorité belge » qui eût dû, en 1919 et 1920, apporter un appoint sérieux à la balance des comptes ne doit y figurer que sous la mention « Mémoire », et, en définitive, le seul intérêt ici de cette mention est de marquer l'origine d'une créance dont nous suivrons le sort dans les autres parties de notre travail.

### 3° *Les arrérages de la dette extérieure.*

Il résulte de la « *Situation Economique de la Belgique* », document publié annuellement par le Gouvernement Belge, que la partie extérieure de la Dette publique du Royaume au 31 décembre 1920, dette consolidée et dette flottante, correspondait à une charge de l'ordre de 210 millions de francs belges (au cours du change à cette date).

---

(1) Date à laquelle, on s'en souvient, aux termes de l'article 233 du Traité de Versailles, les conclusions de la Commission des Réparations devaient être rédigées et notifiées au Gouvernement allemand, comme représentant le total de ses obligations.

(2) En vertu du Traité de Versailles, l'Allemagne devait verser 20 milliards de francs-or avant le 1<sup>er</sup> mai 1921. Qu'était-ce donc que deux milliards et demi?

(3) C'est à la Conférence de Spa que la part proportionnelle de la Belgique, sur la masse effectivement répartie aux Alliés, fut fixée à 8 %.

## B) LA BALANCE INVISIBLE

### 1° *Les placements et les revenus*

Il ne s'agit ici que de placements à caractères normaux et permanents, partant, opérés en dehors de toute intention purement spéculative (1). Ils visent donc, à cette époque surtout, les placements belges à l'étranger ; car les placements étrangers en Belgique n'étaient alors opérés, pour la plupart, que dans la perspective d'une revalorisation du franc.

Une première constatation s'impose, c'est que les vicissitudes politiques ont fait subir au montant de cette créance extérieure belge une très importante réduction. Avant la guerre, les placements russes étaient, comme en France, fort en faveur en Belgique. Une grosse partie de l'épargne belge s'était portée sur cette catégorie de valeurs. On en sait le sort. *L'Indépendance Belge* du 15 février 1926 chiffre cette perte à 3 milliards et demi de francs. Après quoi, il n'est pas exagéré de diminuer la créance originelle d'encore au moins 1 milliard du fait de débâcles analogues à celle de l'empire russe, parmi lesquelles la turque, et des liquidations de portefeuille entraînées par les difficultés nouvelles de l'existence. La moitié des avoirs à l'étranger aurait donc été engloutie.

Au sujet des liquidations du portefeuille étranger, la Banque Nationale dans son rapport de 1919 s'exprime comme suit :

« Le déficit de la balance commerciale n'est plus com-  
« pensé, comme dans l'avant-guerre, par le revenu des  
« capitaux investis par la Belgique dans de grandes  
« entreprises étrangères. Les disponibilités étrangères  
« déjà entamées pendant la guerre à cause des cours  
« élevés de la livre sterling, du dollar, de la peseta et du  
« peso, ont été rapidement absorbées à partir du mo-

---

(1) La spéculation ressortit au chapitre ultérieur sur les *Eléments Psychologiques*.

« ment où l'ouverture des Bourses étrangères permit  
« aux porteurs belges de réaliser leurs valeurs interna-  
« tionales. »

Les mêmes besoins belges qui poussaient à ces ventes de titres ont dû entraîner un rapatriement plus important qu'auparavant des dividendes touchés à l'étranger. La balance des placements et revenus a donc dû maintenir et même accroître son solde créditeur.

### 2° *Les frets.*

De ce poste de l'actif, que subsistait-il depuis la guerre? Evidemment, à l'armistice, la flotte marchande belge se trouvait extrêmement diminuée ; à la fin de 1918 elle ne pouvait plus apporter à l'économie nationale que la contribution de 110.000 tonneaux. Cependant, grâce à leur énergie, les négociateurs belges au Traité de paix, obtinrent à titre de compensation la rétrocession de 80.000 tonneaux de navires allemands et, grâce également à l'activité de l'armement belge, la marine marchande se reconstitua très rapidement, au point même de dépasser à la fin de la période que nous étudions, le niveau d'avant-guerre (31 décembre 1919 : 250.000 tonneaux ; 31 décembre 1920 : 336.000 tonneaux). On peut donc dire que le bénéfice monétaire annuel réalisé par la Belgique grâce à ses frets était en francs-or au moins de même ordre qu'avant la guerre.

### 3° *Le transit.*

Par destination, et le port d'Anvers étant resté intact, la Belgique, aussitôt après guerre, reprit sa fonction normale de pays de transit vivant des échanges de l'Europe centrale avec le monde occidental.

Mais, en raison de l'état des voies ferrées et bientôt de la crise industrielle générale, le courant de marchandises traversant le pays ne porta plus que sur environ 4 ou 4,5 millions de francs en moyenne pour chacune des années 1919 et 1920, d'autant plus que, par rapport à 1913, la zone d'influence du port d'Anvers s'était vue

réduite par l'effet, sur les importations à destination d'Alsace-Lorraine, de la surtaxe française d'entrepôt.

4° *Les salaires des ouvriers belges à l'étranger.*

De même que le courant du transit, reprit après l'armistice cet autre courant qui portait les Belges vers la France pour offrir leurs services.

Les travaux consécutifs à la guerre provoquèrent en France un appel de main-d'œuvre plus important que par le passé et ajoutèrent aux Belges venant travailler temporairement dans notre pays un contingent nouveau, dont la durée d'émigration n'était plus liée à une saison ou à une campagne, mais à l'accomplissement d'une œuvre.

Très nombreux, en effet, ont été ces ouvriers, souvent d'ordre agricole, et surtout manœuvres, qui sont venus concourir au relèvement de nos ruines du Nord : M. Ronse (1) les évalue, au cours de l'été 1920, à 200.000. Toutes les sommes entrant en Belgique à ce titre formaient évidemment un nouveau crédit, mais crédit essentiellement momentané, car, s'il a pu être d'un certain adjuvant en 1919 et 1920, il a forcément diminué par la suite avec la reconstitution de nos départements dévastés ou le ralentissement, pour raisons financières, des entreprises de restauration. En outre, la majeure partie des salaires ainsi acquis étant dépensés en France, un pécule seulement était rapatrié par l'émigré lors de son retour.

Par contre, au cours des années 1919 et 1920, qui nous occupent, l'activité industrielle du Nord de la France n'avait encore que peu repris, en sorte que l'apport des émigrés d'une semaine ou d'un jour n'avait pas encore atteint son niveau antérieur.

Tout pesé, cependant, M. Baudhuin n'hésite pas à déclarer qu'en 1920, quand les 200.000 Belges étaient au front français « l'appoint des salaires étrangers a dû atteindre alors 2 milliards ».

---

(1) *Revue Sociale et Catholique* (août-septembre 1921).



5° *Les dépenses des voyageurs.*

Il est certain que, dès après la guerre, le mouvement qui portait jadis l'été vers la Belgique un nombre important de villégiaturants étrangers a dû reprendre activement. Si la prospérité des plages belges n'a pu atteindre en 1919 et 1920 son degré d'avant-guerre, il ne faut pas oublier, par contre, qu'un nouvel afflux de visiteurs s'est répandu en Belgique pour parcourir ses champs de bataille, les ruines d'Ypres et de Dixmude, la plaine de l'Yser et tant d'autres lieux désormais tristement célèbres. Il est évidemment difficile de chiffrer les dépenses de ces diverses catégories de touristes. En tous cas, il ne doit pas y avoir regression sensible sur la période d'avant-guerre.

Personne ne peut douter qu'à l'issue même des hostilités la balance économique des comptes, en Belgique, comme en nombre d'autres pays, n'ait été déficitaire. La Belgique sortait de la guerre, enrichie d'honneur, sans doute, mais, elle aussi, entre tant de nations, appauvrie matériellement. Et, il suffit d'évoquer ces quatre années d'occupation spoliatrice pour reconnaître immédiatement que, sur le marché mondial, ses apports, aussitôt après sa libération, ne pouvaient qu'être très sensiblement inférieurs à ses prélèvements.

Cette appréciation à priori peut-être contrôlée par l'examen que nous venons de faire des postes successifs de la balance des comptes. S'il est en tous temps très délicat de chiffrer chacun d'eux avec une approximation suffisante, cela est surtout vrai des premières années de réadaptation qui ont suivi la guerre et la seule recherche légitime est une comparaison avec l'avant-guerre.

Faute de pouvoir exprimer un solde, — alors même qu'important, comme c'est certainement le cas, — il suffit donc pour tirer ici conclusion, de supputer mentalement l'ordre de grandeur des gains et celui des pertes :

on sent immédiatement de combien les secondes l'emportent sur les premières. D'une manière absolue, les deux nouvelles rubriques venues s'inscrire à la balance (au passif, les arrérages de la dette extérieure ; à l'actif les réparations allemandes) ne font pas exception à cette conclusion, car le poids de la première est entier, puisque, malheureusement, celui de la seconde est nulle.

## CHAPITRE III

### LE BUDGET

C'est sur le territoire belge qu'a été formulée la déclaration suivante : « Tout pays qui accepterait dans ses finances le principe du déficit budgétaire s'engage-rait sur la pente dangereuse qui mène droit à la ruine. « Pour échapper à ce danger, aucun sacrifice n'est trop lourd. »

A une heure où aux angoissantes préoccupations de la guerre commençaient à, partout, succéder de graves soucis financiers, que proclamait dans ces termes la Conférence financière qui, en 1921, réunissait à Bruxelles les délégués de 39 Etats, sinon que, le mal du déficit budgétaire étant surtout grave par sa répétition, c'est son habitude qui est condamnable. Et, ainsi rééditée, cette vérité de la sagesse des nations trouvait sa plus immédiate application en Belgique, car les résultats des deux budgets qui y avaient paru depuis la guerre ouvraient toute grande la voie à ces déficits successifs qui « mènent à la ruine ».

Assurément, en Belgique, comme ailleurs, des budgets en déficit s'étaient vus avant la guerre, mais d'autres, ultérieurs, leur avaient servi de correctifs (1), ou bien les augmentations de la dette publique en résultant restaient encore dans des limites admissibles. Dans son ensemble, le plan économique n'était guère glissant et, seuls, les titres d'Etat se dépréciaient. Désormais, il en est autrement : le déficit appelle le déficit, la pente est dangereuse et la ruine est au bout.

---

(1) Exemple : le budget belge en 1870, en déficit de 12 millions sur 217 de dépenses globales, est redressé par les budgets suivants.

Il ne s'agit pas ici, bien entendu, de décrire toute cette pente ni d'inventorier toute cette ruine. Parmi les divers glissements déterminés par les déséquilibres budgétaires, un seul nous intéresse, en effet, celui qui affecte la monnaie. Or, insistons-y pour mieux nous orienter, les déficits répétés conduisent droit à l'inflation, ou bien, entraînant des accroissements de la dette publique, sans contre-partie d'actif, à la destruction du crédit de l'Etat, à présent l'un des principaux soutiens de la monnaie. En même temps, accélératrice du mouvement, une auto-suggestion psychologique s'éveille à la vue de toutes les sources de désorganisation budgétaire : vote tardif, sincérité douteuse, insuffisance des impôts, manque d'équité dans la répartition de ceux-ci, et tant d'autres, jusqu'à la plus impressionnante, bien entendu, d'entre elles : le déficit lui-même. Enfin, dans ce milieu où tout est mouvant, la chute de la monnaie approfondit à son tour ce déficit.

Si donc l'on suit à part, l'Inflation et la Dette publique, ce sont au point de vue monétaire, ces dernières manifestations qu'il importe surtout de relever dans un examen budgétaire et c'est, par conséquent, dans ce sens que nous conduirons, ici et par la suite, notre étude sur ce point particulier.

On a qualifié les premiers budgets belges d'après-guerre (et pour combien d'autres pays peut-on en dire autant) de « budgets d'illusion ». (1)

Tout était illusion alors, en effet, comme tout était difficulté.

Illusion dans les méthodes qui restaient celles d'avant-guerre, alors que l'ordre de grandeur de toutes choses avait changé et que l'ampleur des problèmes faisait éclater les cadres anciens. Illusion de la générosité dans les

---

(1) Rapport de la Commission Centrale sur le Budget de 1921. Voir Hoe-Garden : *La situation financière et les Réparations*, et Baudhuin : *Nos Finances publiques* (*Revue Cat. Soc. et Jur.*, août-septembre 1922).



innovations sociales. Illusion de l'espoir (1) dans les fruits d'une victoire chèrement achetée et dans les promesses de temps nouveaux. Illusion sur les possibilités techniques des réparations. Qui dira toutes ces illusions, finalement funestes dans leurs conséquences financières, mais, au demeurant, peut-être moralement bienfaisantes à l'origine, car seul alors un excès de foi et d'optimisme a permis de ne pas désespérer devant l'œuvre à accomplir ?

Tout, en effet, était également difficulté. L'occupation allemande avait laissé derrière elle une situation cahotique : disette du Trésor, désorganisation de la machine administrative, pénurie du ravitaillement, ruines, mutilations et mille autres détresses.

« Les impôts rentraient à peine : au surplus, l'activité économique ne reprenait que peu à peu et, par conséquent, la capacité contributive de la population ne se rétablissait que lentement. Par contre, les dépenses étaient formidables : il y avait un arriéré considérable à liquider, les dépenses ordinaires croissaient par suite de la hausse des prix, de l'augmentation du nombre des administrations, etc... L'armée était maintenue sur le pied de guerre, et, enfin, il fallait immédiatement songer aux travaux de restauration, tant en ce qui concernait le domaine public (les chemins de fer, notamment), que les dommages particuliers (2). »

C'était, en vérité, une singulière entreprise de restauration que celle qui s'offrait au gouvernement belge reprenant possession du territoire national.

Après une loi de finances transitoire (loi du 28 décembre 1918), après le vote de crédits provisoires (lois des 31 mars et 14 juillet 1919) : vinrent les deux budgets

---

(1) « On avait beaucoup d'espoir ». Houtart : *La Troisième Etape du Budget d'après guerre* (Bulletin de la Sté d'Et. et d'Exp., N° 37, octobre 1921).

(2) Chlepner : *La Belgique restaurée*.

proprement dits des années 1919 et 1920, dont le premier tort, financièrement et psychologiquement parlant, fut d'être déposés tardivement (20 mars 1919 et 20 janvier 1920) et votés plus tardivement encore (24 octobre 1919 et 16 août 1920).

Avant la guerre, le budget des « Voies et Moyens » était contenu dans un document unique collectant toutes les recettes sans distinction d'origine et voté, on l'a vu, avant le début de l'année qu'il régissait. Par contre, chaque ministère présentait son état de dépenses, ce qui conduisait à autant de budgets élémentaires. Renouvelant une méthode qui avait, cependant en 1883, donné de mauvais résultats, on crut mieux concrétiser l'unité budgétaire en réunissant recettes et dépenses ordinaires en une seule et même loi. Second tort, car le vote de cette loi unique en éprouva des retards considérables.

A quelque forme qu'on s'arrêtât, ainsi, l'unité budgétaire n'en était pas moins fictive, car, en complément du budget ordinaire contenant les dépenses à caractère permanent, figurait un second budget dit « extraordinaire », avec recettes et dépenses propres, à ce point distinct du premier qu'il n'était pas déposé en même temps. Distinction de peu d'inconvénients pratiques avant la guerre, mais qui, — nouveau tort, — devint fatale après la guerre. Un budget extraordinaire d'avant-guerre correspondait à des dépenses d'outillage et d'organisation économique auxquelles on pourvoyait par l'emprunt en raison de leur caractère exceptionnel et en vue d'en répartir le poids sur plusieurs des générations qui devaient en profiter. Le budget extraordinaire des premières années d'après-guerre, au contraire, contenait des dépenses dont toute la contre-partie était contenue dans ces mots « l'Allemagne paiera ». La Belgique ne fut pas la seule, — on ne le sait que trop, — à suivre de pareils errements. D'autres exemples illustres l'y incitaient.

Avec ces budgets extraordinaires, nous touchons à la grande cause des déficits d'après-guerre. Il y en eut

certainement d'autres ; les incertitudes des prévisions, la complexité de l'adaptation des chiffres aux situations, les variations de la monnaie en creusèrent de partiels, mais la plus décisive doit être attribuée au factice de ces budgets extraordinaires, — si extraordinaires que, par-tout où ils ont sévi, leur renommée, dès qu'elle fut un peu vulgarisée, fit le plus grand mal aux monnaies qui en étaient l'expression et dont ils étaient eux-mêmes dépendants.

Il arrivait avant-guerre que des budgets distincts de l'ordinaire, de quelque nom qu'en Belgique, ou ailleurs, on les baptisât : budget extraordinaire, budget annexe, compte spécial du Trésor, compte provisionnel, servissent à masquer les embarras d'un ministre des Finances en mal de recettes suffisantes ou soucieux de dissimuler l'importance d'un déficit. A bien les prendre, les budgets extraordinaires que déposa en 1919 et 1920 M. Delacroix, président du Ministère d'Union Nationale et Ministre des Finances, n'ont été également que des artifices de comptabilité, mais de plus grand style. De bonne foi et du consentement unanime, les budgets extraordinaires faisaient état non seulement des dépenses prévues par le Traité de Paix, mais de toute une série d'autres débordant l'interprétation la plus libérale de ce Traité (1). Dans ces conditions, on comprend à quel point le crédit « l'Allemagne paiera » se révéla décevant lorsqu'il apparut, par la suite, vide de substance.

Ces enchevêtrements de dépenses et d'affectations prirent, d'ailleurs, des formes différentes dans les budgets de 1919 et de 1920. En 1919, chacun des deux budgets, l'ordinaire et l'extraordinaire, se subdivisait en charges normales (total 2.500 millions) et charges de guerre (total 7.500 millions), et c'est pour moins afficher l'insuffisance des recettes, s'élevant seulement à 1.350 mil-

---

(1) Supplément d'allocations en matière de milice; indemnité de vie chère; secours aux chômeurs, aux ouvriers victimes d'accidents du travail; subsides aux mutualistes pour les aider à couvrir leurs frais médicaux pharmaceutiques; indemnités aux agents des services extérieurs pour les pertes de change, etc...

lions, que l'on avait chargé l'extraordinaire de dépenses en réalité non recouvrables. En 1920, au contraire, le budget extraordinaire se décomposait d'une part en recettes (1 million 7) et dépenses (453 millions) « normales » et recettes (1.451 millions) et dépenses (6.115 millions) « de guerre ». Les charges ordinaires de guerre de 1919 avaient disparu, et en écriture le budget ordinaire n'était plus en déficit que de 473 millions.

Pris en eux-mêmes, ces premiers budgets d'après-guerre reflétaient fidèlement la situation générale du pays.

Ils amorçaient la réorganisation de l'armée, la réfection des voies ferrées, des canaux, des ports, des services postaux, télégraphiques, téléphoniques, etc..., la reconstitution des régions dévastées.

Pour assurer un ravitaillement plus rapide et éviter l'accaparement, l'Etat se fit commerçant. Dans le but en particulier, de maintenir le prix du pain à bon marché, il vendait le blé moins cher qu'il ne l'achetait.

Rien ne caractérisera mieux la mauvaise gestion des Régies d'Etat que cette observation de M. Helleputte, ancien Ministre des Chemins de Fer, qui déclarait que, s'il s'était trouvé une Société pour prendre à sa charge l'exploitation de tout le réseau belge avec un contrat stipulant l'interdiction de diminuer aucun salaire, d'éliminer aucun agent ou de majorer aucun tarif, cette Société aurait réalisé, à coup sûr, malgré ces conditions onéreuses, un bénéfice annuel de 30 millions, soit 10 % de la recette totale.

Les fonctionnaires sont au nombre de 29.000 en 1919 comme en 1914. Dès 1920, ils passent à 37.600 (1), et ils augmenteront encore par la suite. Charge par leur pléthore, ils le sont également par les réajustements de leurs traitements que l'on opérait sous la forme d'indemnité de vie chère, parce que l'on croyait celle-ci tem-

---

(1) Non compris le personnel des Régies.



poraire (1). D'une manière générale, d'ailleurs, on considérait beaucoup de gonflements de dépenses comme passagers et l'on escomptait une baisse de prix.

Commençaient également à sévir les fléaux des crédits supplémentaires (2), des dépassements pour ceux d'entre eux limitativement votés et des excès de dépenses pour ceux déclarés non limitatifs.

Les charges de la Dette publique, qui sera étudiée en détail dans le chapitre suivant, s'élevaient et excédaient 1.200 millions en 1920.

Enfin, les lois du 10 mai 1919 sur « la réparation des dommages résultant du fait de guerre » ; du 1<sup>er</sup> juin 1919 « établissant une dotation au profit des combattants » ; du 10 juin 1919, « sur les réparations à accorder aux victimes civiles de la guerre » ; du 23 novembre 1919, « sur les pensions militaires » ; du 25 août 1920, « constituant la part du combattant » ; du 31 août 1920, « sur les pensions de vieillesse », mettaient de lourds fardeaux, parfois même excessifs, sur les épaules du contribuable. Pour le plus clair de ces dépenses, on comptait sur l'Allemagne pour être allégé, mais on ne l'avait pas attendue.

En contre-partie des dépenses, il n'y avait qu'insuffisance de ressources : l'élévation des taxes des services

---

(1) Dès janvier 1919, parurent trois arrêtés royaux édictant en faveur du personnel de l'Etat « des mesures exceptionnelles accordant des subventions appropriées aux nécessités dérivant de la crise alimentaire persistante ».

Le premier alloue des subventions de vie rétroactives.

Le second accorde à tous les fonctionnaires un « treizième mois » pour l'année 1918, comme l'avait fait, pendant la guerre, le Comité National pour ses agents.

Le troisième remet en vigueur la subvention mensuelle de vie chère pour une période limitée au premier trimestre de 1919.

A partir de cette époque, la subvention ne fait que s'établir de plus en plus dans les habitudes. L'arrêté du 21 avril 1919 en augmente le montant et la fait porter sur le second trimestre de 1919. Celui du 3 juillet 1919 la remet en vigueur pour un nouveau semestre et la perfectionne.

A partir de ce moment, des augmentations successives, mais s'adressant à certaines catégories de fonctionnaires seulement, ont été accordées, sans règle précise.

(2) La situation du Trésor au 1<sup>er</sup> janvier 1924, révèle que les excédents au delà de la prévision primitive, furent pour ces derniers crédits de 107 millions en 1919 et 554 en 1920.

publics restaient au-dessous des besoins financiers et le régime fiscal d'un faible rendement, n'ayant pu être modifié, comme en France, pendant la guerre et s'adaptant mal aux variations économiques.

Des impositions nouvelles devenaient donc urgentes et, très sommairement exposé, cet effort fiscal fut réalisé sous les formes suivantes :

1° La loi du 3 mars 1919 établit une taxe sur les bénéfices de guerre;

2° La loi du 29 octobre 1919 institue l'impôt sur le revenu. Les revenus imposables étaient d'abord répartis en trois cédules : revenus des propriétés foncières bâties et non bâties, taxés à 10 % du revenu cadastral ; revenus des capitaux mobiliers, taxés également à 10 % ; revenus professionnels, taxés suivant un tarif progressif avec modalités d'application déterminées. Puis une « supertaxe » à taux progressif de 1 à 10 % par tranches successives de 5.000 francs frappait, en outre, leur ensemble;

3° La loi du 11 octobre 1919 réforma les droits de mutation par décès. Désormais, tous les biens du défunt, et non plus seulement les immeubles, sont frappés. Les estimations arbitraires font place à l'évaluation directe. Le taux varie de 10 % à 50 % suivant le degré de parenté et la part de chaque héritier.

4° Les impôts dits indirects, enfin, subirent des relèvements, telles les lois des 24 août, et 24 octobre 1919, instituant ou remaniant des taxes et impôts (enseignes, dispositifs de réclames, droits de timbres, d'enregistrement, etc...). Les droits sur les bières furent doublés ; ceux sur les eaux-de-vie quadruplés. On renforça également les droits sur les tabacs.

En 1920, on apporta quelques modifications à l'impôt sur le revenu (lois des 3 août et 3 décembre 1920) et on augmenta de moitié les droits sur les successions et les donations entre vifs (cette majoration avait pour but d'alimenter la dotation en faveur des anciens combat-

tants). On décida, en outre, d'appliquer aux tarifs douaniers un coefficient variable (au maximum 3) ; la taxe sur les spectacles et les divertissements publics fut renforcée et, enfin, la loi du 2 juillet 1920 établit un impôt sur les bénéfices exceptionnels, c'est-à-dire ceux des années 1919 et 1920.

Il était nécessaire de mentionner à sa place ce réconfortant effort fiscal, qui porta particulièrement sur les impôts directs. Mais, il faut le reconnaître, sa productivité n'a progressé que lentement par suite de l'adaptation nécessaire et de la crise économique qui, à partir de la fin 1920 arrêta pendant plusieurs mois l'essor de l'industrie, et condamna la majorité des ouvriers au chômage.

Les prévisions de recettes fiscales pour 1919 et 1920 sont données dans les tableaux suivants : (1)

PRÉVISIONS DES RECETTES FISCALES POUR 1919 ET 1920  
(millions de francs)

|                                                                             | 1919 |       | 1920  |       | En 1920<br>Augmentat.<br>par rapport<br>à 1913 |
|-----------------------------------------------------------------------------|------|-------|-------|-------|------------------------------------------------|
| Contributions directes....                                                  | 101  | 27,4  | 640   | 49,7  | 853,3%                                         |
| Taxes de consommation :                                                     |      |       |       |       |                                                |
| Droits de douane.....                                                       | 93   | 25,1  | 208   | 16,1  | 288,8%                                         |
| Droits d'accise .....                                                       | 43   | 11,6  | 149   | 11,5  | 123,3%                                         |
| Droits d'enregistrement,<br>timbres, succession, hy-<br>pothèques, etc..... | 133  | 35,9  | 290   | 22,5  | 337,2%                                         |
|                                                                             | 370  | 100,0 | 1.287 | 100,0 | 366,6%                                         |

(1) Ici, comme au chapitre II de l'Introduction et comme aux chapitres ultérieurs sur le Budget, nous donnons les tableaux des évaluations fiscales, sous la classification où les publient les textes officiels. Le rapprochement de ces tableaux ne procure qu'un certain degré de comparaison, car celle-ci ne serait rigoureuse qu'au prix de certaines corrections dont l'Administration a seule les éléments exacts. Parmi les contributions directes, par exemple, figurent des taxes (taxes sur les spectacles, les jeux, les débits de boissons, etc...), qui ne sont pas des impôts directs. Inversement, l'impôt sur les successions est un véritable impôt direct. D'un autre côté, la taxe de transmission figure parmi les droits de timbre; or, il aurait été plus logique de l'ajouter aux impôts de consommation, etc... On souhaiterait donc un cadre plus précis.

Après avoir essayé de dégager la physionomie des deux premiers budgets belges d'après-guerre, nous en donnerons ci-après les résultats, d'après l'arrêté des comptes, en prenant pour base, afin de les rendre comparables aux suivants, la classification adoptée pour ceux-ci :



(millions de francs)

RÉGIES

|                | Ordinaire   | Extraord.   | Dép. Recouv. | Exploit.    | 1 <sup>er</sup> Etab. | Ravitaillem. | Total        |
|----------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-----------------------|--------------|--------------|
| 1919           |             |             |              |             |                       |              |              |
| —              | —           | —           | —            | —           | —                     | —            | —            |
| Recettes ..... | 814.164,0   | 70.866,2    | 10.068,2     | 482.262,6   | »                     | 618.159,8    | 1.975.520,8  |
| Dépenses ..... | 3.416.172,1 | 212.142,8   | 1.682.428,1  | 974.116,1   | 55.886,1              | 646.825,5    | 6.987.570,7  |
| Balance .....  | 2.602.008,1 | 141.276,6   | 1.672.359,9  | 511.853,5   | 55.886,1              | 28.665,7     | 5.012.049,9  |
| 1920           |             |             |              |             |                       |              |              |
| —              | —           | —           | —            | —           | —                     | —            | —            |
| Recettes ..... | 1.520.629,3 | 9.940,0     | 214.626,7    | 978.783,1   | »                     | 1.843.625,4  | 4.567.604,5  |
| Dépenses ..... | 2.085.299,8 | 947.192,9   | 3.017.513,2  | 1.124.450,4 | 193.370,9             | 2.910.060,0  | 10.277.887,2 |
| Balance .....  | 564.670,5   | 937.252,9   | 2.802.886,5  | 145.667,3   | 193.370,9             | 1.066.434,6  | 5.710.282,7  |
| Totaux des ba- |             |             |              |             |                       |              |              |
| lances .....   | 3.166.678,6 | 1.078.529,5 | 4.475.246,4  | 657.520,8   | 249.257               | 1.095.100,3  | 10.722.332,6 |

...Pente dangereuse qui mène à la ruine de la monnaie!

## CHAPITRE IV

### LA DETTE PUBLIQUE

Dressons ici sommairement l'inventaire au 31 décembre 1920 de la Dette publique belge.

En tête de cet inventaire, figurera, bien entendu, la *dette d'avant-guerre*.

Mais, à la suite de celle-ci, il n'y a pas de *dette de guerre* à inscrire. Le gouvernement belge n'avait, évidemment, pu participer aux hostilités qu'avec le concours financier de la France, de l'Angleterre et, plus tard, des Etats-Unis.

Mais, par exception aux principes américains qui interdirent aux Alliés de rien réclamer à l'Allemagne au delà des dommages causés à la population civile et à ses biens, la Belgique, en raison de l'illégalité internationale dont elle avait été la victime, fut exonérée de toute dette de guerre et le Traité de Versailles opéra un changement de débiteur en mettant celle-ci à la charge de l'Allemagne.

Le paragraphe 3 de l'article 232 du Traité est, en effet, ainsi conçu :

« En exécution des engagements pris antérieurement  
« par l'Allemagne relativement aux restaurations et res-  
« titutions intégrales dues à la Belgique, l'Allemagne  
« s'oblige, en sus des compensations de dommages pré-  
« vues d'autre part, à la présente partie et, en consé-  
« quence de la violation du Traité de 1839, à effectuer  
« le remboursement de toutes les sommes que la Bel-  
« gique a empruntées aux gouvernements Alliés et As-  
« sociés jusqu'au 11 novembre 1918, y compris l'intérêt  
« de 5 % par an desdites sommes. »

Quant à la dette d'après-guerre, enfin, elle comprenait une dette intérieure et une dette extérieure.

1° DETTE INTÉRIEURE.

A) La dette Consolidée était constituée des deux emprunts suivants :

1. L'emprunt de la « Restauration nationale » émis en vertu de la loi du 16 mars 1919.

2. Un emprunt à prime émis en vertu de la loi et de l'arrêté royal du 27 janvier 1920.

Les caractéristiques en sont les suivantes :

| COURS<br>D'ÉMISSION                                          | TAUX    |          | DURÉE     | CAPITAL<br>(milliers de fr.) |                           |
|--------------------------------------------------------------|---------|----------|-----------|------------------------------|---------------------------|
|                                                              | Nominal | Effectif |           | Appelé                       | Produit<br>au<br>31/12/20 |
| 500 f. p <sup>r</sup> 500 f.                                 | 5%      | 5,44%    | 75 ans.   | 2.500.000                    | 2.346.000                 |
|                                                              |         |          | (1)       | (2)                          |                           |
| 95 f. p <sup>r</sup> 100 f.<br>avec prime de<br>remb. de 50% | 5%      | 5,25%    | Perpétuel | 3.500.000                    | 1.615.500                 |
| Total.....                                                   |         |          |           |                              | 3.961.500                 |

B) La dette Indirecte (3) avait la responsabilité des Titres de Dommages de Guerre.

Au début de 1919, la Banque Nationale avait créé « La Société Nationale de Crédit à l'Industrie » dans le but d'octroyer au commerce et à l'industrie des crédits d'exportation (4).

(1) Une dotation annuelle de 0,50 % pour le premier emprunt et de 0,35 % pour le second, peuvent en permettre, si elles sont bien observées, l'amortissement en 49 ans.

(2) Sur 5.000.000 autorisés par la loi.

(3) Non compris un capital de 807.724.000 francs correspondant aux annuités dues pour le rachat de chemins de fer et au Crédit Communal.

(4) Son capital de 25 millions avait été souscrit par la Banque Nationale, qui utilisa dans ce but diverses réserves. En 1921, le capital fut porté à 50 millions. Les ressources de la Société sont surtout provenues d'émission d'obligations, jouissant de la garantie du Gouvernement.

Mais, dès la constitution de cette Société, le Gouvernement lui demanda de mobiliser les titres nominatifs de Dommages de Guerre (Titres 5 % Dommages de Guerre) remis aux industriels et commerçants pour les entreprises dont la valeur en 1914 dépassait 100.000 francs, sans avoir fait l'objet d'une souscription.

L'Etat en restait, bien entendu, comptable (1)  
soit donc (milliers de francs) ..... 1.187.879

C) *L'Avance de la Banque Nationale* a déjà été précisée au chapitre de l'Inflation.

D) *La dette Flottante se composait :*

1. Des Bons de la Restauration monétaire dont il a déjà été question au chapitre de l'Inflation (Bons à 5 % et à 3 ans) pour un montant de 3 milliards.

2. De la prise en charge de la Dette Interprovinciale.

L'Allemagne avait imposé aux neufs provinces belges six contributions de guerre. L'avance de la première s'élevant à 480 millions, fut faite par la Banque Nationale. Les cinq autres furent financées par les autres banques, chacune taxée d'office d'une part contributive. Par la loi du 14 novembre 1919, l'Etat prenait à sa charge toute cette dette s'élevant à 2.347 millions 8 et l'arrêté royal de même date décomposait cette somme en :

a) 480 millions avancés par la Banque Nationale à l'Etat à 1,5 % contre les Bons à 3 % négociables souscrits par les provinces;

b) 1.867 millions 8 représentés par des Bons de Caisse à 5 % échéant en 1927.

3. De Bons ordinaires et de Bons escomptés.

Deux arrêtés royaux du 31 août 1920 pris en exécution de la loi 1920 sus-mentionnée avaient autorisé, l'un le placement de « Bons du Trésor à un an escomptés » (c'est-à-dire dont l'intérêt était payable d'avance), et

---

(1) L'objet pour lequel la Société avait été créée ne pouvait donc être rempli qu'à mesure que l'Etat indemnisait les industriels, qui, de leur côté, faisaient des remboursements à la Société.



l'autre l'émission continue de ces Bons, mais remboursables sous six mois de date. (1)

2° DETTE EXTÉRIEURE, savoir :

A) *Au titre de la dette Consolidée :*

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Montant           |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | —                 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Francs belges (2) |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | au 31/12/1920     |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | —                 |
| 1) Un Emprunt de 50 millions de dollars, émis, en vertu d'un arrêté royal du 28 mai 1920, à 7,5 %, pour une durée de 25 ans, destiné à rembourser un crédit d'un montant équivalent consenti en 1919, à un consortium de banques belges par un syndicat de banquiers américains et mobilisé par des tirages de la Banque Nationale de Belgique, soit.... | 798.750           |
| 2) Des Obligations françaises de la Défense Nationale, délivrées par le Gouvernement français en échange de Bons du Trésor belge, soit .....                                                                                                                                                                                                             | 53.596            |
| Soit, ensemble.....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 852.346           |

B) *Au titre des Avances des puissances Alliées et Associées.*

*Depuis l'armistice :*

|                     |           |
|---------------------|-----------|
| France .....        | 182.266   |
| Angleterre .....    | 432.815   |
| Etats-Unis .....    | 2.834.365 |
| Soit, ensemble..... | 3.449.436 |

C) *Au titre de la dette Flottante :*

|                                                                                                                                                                                                   |         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| 1) Un « Crédit de Reconstruction » de 9 millions de livres à 5 %, consenti le 31 janvier 1919, par l'Angleterre, et couvert par un Bon du Trésor, renouvelable de trois en trois mois, soit ..... | 407.013 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|

(1) Ces titres rappellent les Bons français de la Défense Nationale.

(2) Au 31 décembre 1920, les cours du change étaient les suivants: 1 livre, 56,925; 1 dollar, 15,975; 1 franc français, 95,275.

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                  |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| 2) Des Bons du Trésor délivrés au Gouvernement américain en paiement de viandes congelées et des stocks racheté à l'armée américaine .....                                                                                                                                                                                            | 467.300          |
| 3) Un Crédit au Canada pour achats de chevaux et mulets.....                                                                                                                                                                                                                                                                          | 82.920           |
| 4) Deux Emprunts du 15 mai et 15 septembre 1920, de 6 millions de dollars chacun auprès de la « Grain Corporation ».....                                                                                                                                                                                                              | 191.700          |
| 5) Un Crédit de 25 millions de dollars obtenu le 1 <sup>er</sup> février 1920 de la Banque Morgan et de la Guaranty Trust of New-York contre Bons du Trésor à 6 %, à un et cinq ans, destiné à la fois à remplacer des crédits consentis en 1919 par ces mêmes Etablissements et d'autres banques et à acheter des marchandises ..... | 297.135          |
| 6) Des Crédits obtenus auprès de l'American Locomotives Sales Cie et des Usines Armstrong .....                                                                                                                                                                                                                                       | 211.093          |
| 7) Des Crédits pour travaux hydrauliques sur le Haut-Escaut .....                                                                                                                                                                                                                                                                     | 304              |
| Soit, ensemble.....                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | <u>1.657.465</u> |

De telle sorte qu'en s'inspirant d'un document publié par le gouvernement belge en 1921 (1), on peut établir comme suit le

## R E S U M E

de la Dette publique belge au 31 décembre 1920

(milliers de francs)

### 1. — *Dette intérieure.*

|                               | Montant          |
|-------------------------------|------------------|
| A) Consolidée :               |                  |
| 1) Dette d'avant guerre.....  | 3.785.267        |
| D) Flottante :                |                  |
| 2) Emprunts 1919 et 1920..... | 3.961.559        |
| Soit, ensemble.....           | <u>7.746.826</u> |

---

(1) Eléments fournis par le *Bulletin de Statistique et de Législation comparée* de décembre 1921.

|                                                                                                                   |            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| B) Spéciale ou Indirecte.....                                                                                     | 1.187.879  |
| C) Avance de la Banque Nationale.....                                                                             | 5.500.000  |
| Bons du Trésor, Ordinaires et Escomptés, de<br>Restauration monétaire et Bons de Caisse<br>interprovinciaux ..... | 7.536.650  |
| Total.....                                                                                                        | 21.971.355 |

## 2. — Dette extérieure.

|                               |            |
|-------------------------------|------------|
| A) Consolidée :               |            |
| 1) Dette d'avant guerre ..... | 539.539    |
| 2) Dette d'après guerre ..... | 852.346    |
| Soit, ensemble.....           | 1.391.885  |
| B) Avances alliées .....      | 3.449.436  |
| C) Flottante .....            | 1.657.161  |
| Total.....                    | 6.498.482  |
| Soit donc :                   |            |
| Dette intérieure.....         | 21.971.355 |
| Dette extérieure.....         | 6.498.482  |
| TOTAL GÉNÉRAL.....            | 28.469.837 |

## R E S U M E

qui peut également être présenté ainsi :

|                                                    |            |       |               |
|----------------------------------------------------|------------|-------|---------------|
| Dette Consolidée :                                 |            |       | ou encore (2) |
| Proprement dite.....                               | 9.138.711  | 67,70 | 48,40         |
| Spéciale ou indirecte (1).                         | 4.637.315  |       |               |
| Soit, ensemble..                                   | 13.776.026 |       |               |
| Avance de la Banque Na-<br>tionale de Belgique.... | 5.550.000  | 32,30 | 19,30         |
| Dette Flottante.....                               | 9.193.811  |       | 32,30         |
| TOTAL.....                                         | 28.469.837 | 100 » | 100 »         |

(1) Nous rapprochons la dette *spéciale* ou *indirecte* (intérieure et extérieure), de la dette *consolidée*, parce que les divers éléments en ont ou en prendront, par la suite, tous les caractères. Il s'agit là ou d'emprunts à long terme ou d'annuités réparties sur un long délai.

(2) Cette comparaison spéciale se justifie parce que l'Avance à la Banque Nationale a un caractère *sui generis*, qui n'en fait ni une dette consolidée, ni une dette flottante, au sens exact de ces termes. D'autre part, lors des assainissements monétaires, ces sortes d'avances reçoivent généralement un sort spécial : ce fut le cas en Belgique par la suite, et, dès lors, il paraît intéressant d'établir une comparaison avant et après la résolution de cette Avance.

\*  
\*\*

Au sortir de la guerre, la Belgique, — surtout avec un appareil fiscal vétuste et de faible rendement, — n'avait d'autre issue à sa détresse que le recours au crédit. On vient de le voir : elle était résolument entrée dans cette voie et, en même temps, il avait été largement répondu à ses appels.

Extérieurement, l'étranger était porté à faire confiance à la Belgique victorieuse, dont la réputation de labeur n'était plus à faire. Intérieurement, les abondantes disponibilités monétaires avaient grandement facilité les opérations et les Bons du Trésor, en particulier, s'écoulaient avec succès dans le public. Mais ces emprunts ne correspondaient à des ressources liquides que dans la mesure où ils servaient directement ou indirectement à couvrir des dépenses effectives (achats de marchandises, ou de services), car, pour le surplus, ils n'apportaient pas « d'argent frais », n'étant que la consécration par l'Etat d'une dette, — préexistante en fait — envers les particuliers : tel était le cas, par exemple, des arriérés de traitements des fonctionnaires, des coupons de rentes en souffrance (qui servirent à leur tour à souscrire aux émissions d'Etat), des paiements ou des titres de dommages de guerre. En un mot, les premiers emprunts d'après-guerre ne furent que de simples régularisations d'une situation préexistante, l'endettement de l'Etat envers des particuliers, ou bien des déplacements de disponibilités monétaires, artificiellement ou nominalement grossies par les circonstances de la guerre et par l'inflation.



## CHAPITRE V

### LES ÉLÉMENTS PSYCHOLOGIQUES

En période d'instabilité monétaire, les arrêts sur le change n'étant rendus en dernier ressort que par la psychologie humaine, nous nous sommes appliqué, dans chacun des chapitres précédents, autant à étudier en soi son objet particulier qu'à dégager les aspects par où, à travers la sensibilité nationale et internationale, la monnaie belge pouvait être impressionnée. Les résultats de la Balance visible des comptes, l'appareil Budgétaire et la Dette publique ne laissaient pas, en effet, d'offrir aux Belges comme aux étrangers des sujets variés de réflexion. Mais ces contingences elles-mêmes n'étaient pour eux qu'éléments d'appréciation, car ce que les uns et les autres cherchaient à interpréter, c'étaient, en réalité, l'ensemble de la situation et l'intégralité des perspectives économiques et politiques.

Or, s'il avait appris la guerre, l'homme de 1919 et de 1920 était, vis-à-vis de la paix, resté l'homme de 1914. La paix présentait un cours normal qu'on avait bien connu et c'est ce cours qui, après quelques derniers obstacles, allait reprendre. Car on ne croyait qu'à un malaise passager. Quoi d'étonnant qu'après une guerre de laquelle nulle autre n'approchait, qu'à la suite d'une occupation sévère, on rencontrât des problèmes d'une certaine envergure et d'ailleurs universels. Si, quatre ans durant, dans les pires conjonctures, on avait dominé les phénomènes économiques, combien plus aisément la paix devait-elle permettre de maîtriser la revanche qu'ils pouvaient essayer de prendre les hostilités terminées.

Tout premièrement, la thèse officielle, en Belgique comme en France, pendant les premières années d'après-guerre semble bien avoir été en faveur du retour à l'état de choses d'avant-guerre : Retour au franc comme aux pris de 1914. D'où les conventions réitérées entre Gouvernements français ou belge avec leurs Instituts d'émission respectifs pour le remboursement des avances que ceux-ci leur avaient consenties. C'est pourquoi, également, afin de conclure un marché plus avantageux, les stocks américains étaient achetés en dollars par ces Gouvernements (1) et ce n'est certainement pas dans les milieux dirigeants que le dogme des réparations allemandes, source de tous les redressements, y compris celui du franc, aurait rencontré des hérétiques. N'avait-on pas pris la précaution à la Chambre belge de faire déclarer par le Ministre que l'Etat ne ferait pas de bénéfices sur les indemnités que lui verserait l'Allemagne et que tout ce qu'il percevrait, sauf ce qui servirait à couvrir ses propres pertes, irait aux sinistrés ? (2)

De même, pour les citoyens de l'un ou l'autre pays, la revalorisation du franc ne faisait pas question et la conviction d'une baisse des prix était générale. Que le mark se fût fortement déprécié, c'était le signe de la défaite. Mais si, lui-même, pensait-on, devait se redresser, combien plus sûrement encore, par conséquent, les devises victorieuses. Les esprits étaient donc unis dans une certitude absolue et à cette conviction s'ajoutaient des considérations d'ordre moral et sentimental. Véritable conception mystique que la revalorisation du franc et toute autre issue « apparaissait facilement comme la

---

(1) En Belgique, l'achat fut conclu par M. Wauters, un des leaders socialistes, alors ministre du Ravitaillement. Il était payable en trois ans, moyennant un intérêt de 5 %. M. Wauters s'était félicité de cette opération. « La Trésorerie, déclarait-il, touche le prix de la viande vendue au fur et à mesure de la livraison, tandis qu'elle ne devra rembourser qu'au cours du change, quand viendra l'échéance ». A ce moment, le dollar valait 12 francs. M. Wauters avait contracté avec cette idée arrêtée que le dollar n'allait cesser de redescendre au taux d'avant-guerre et il n'avait même pas envisagé que la situation inverse pût se produire.

(2) *Annales parlementaires, Chambre, 1918-1919, p. 514.*

transformation en une faillite définitive de ce qui n'était encore qu'une sorte de moratorium » (1). Au retour à la vie civile, l'immense majorité reprenait la même voie : l'ancienne, celle qui faisait rentrer dans les pratiques, les usages, les traditions d'avant-guerre, parmi lesquelles figurait l'emploi de la monnaie sur les bases du passé.

Enfin, l'étranger de son côté, professait sur la reprise du franc l'optimisme de ces temps qui suivaient la victoire de trop près.

De sorte qu'en fait, malgré certaines dépressions, c'est ce sentiment unanime qui, au cours des années 1919 et 1920, a seul écrit toute l'histoire des changes français et belge.

Une brève évocation de cette période la confirmera.

Jusqu'au mois de mars 1919, le cours du franc-belge, comme celui du franc français et de la livre, sont maintenus par les crédits spéciaux accordés depuis la guerre par les trésoreries américaine et britannique. A partir de cette époque, l'accord financier est rompu par New-York et Londres et la « liberté » est rendue au marché des changes. C'est l'époque où la confiance règne en souveraine ; on espère une amélioration de la situation économique tant en Belgique qu'à l'étranger ; on est persuadé que les vaincus paieront la rançon de leur défaite et supporteront tout au moins la charge totale des réparations dans les régions libérées, des pensions militaires, et, sans aucunement se préoccuper des données techniques et psychologiques de la question, on compte sur des rentrées prochaines et certaines de ce chef. De nombreux étrangers achètent des francs belges ; des crédits extérieurs à assez long terme sont obtenus par le Gouvernement et les Industriels belges. Beaucoup de Belges, d'un autre côté, réalisent leur portefeuille de valeurs étrangères. Bref, le facteur psychologique empêche une baisse trop brusque des cours du change.

---

(1) G. Bonnet : *Les Expériences monétaires contemporaines.*

Le Traité de Paix est signé à Versailles le 28 juin 1919 et cet événement ne fait que fortifier l'attitude mondiale à l'égard du franc. Cependant la pression des facteurs économiques est telle que la baisse se poursuit lentement quoique presque inaperçue.

En novembre 1919, commence une chute rapide du franc qui dure, avec une courte interruption, jusqu'en avril 1920. La cause immédiate s'en trouve dans les messages officiels arrivant des Etats-Unis et annonçant que le gouvernement américain est décidé à suspendre l'octroi de crédits aux gouvernements alliés.

Dans la suite, d'autres facteurs viennent s'y ajouter, tels que le conflit franco-anglais au sujet de l'occupation de Francfort et l'échec, à la fin de janvier 1920, des négociations relatives à un emprunt belge à Londres. La baisse du franc dure jusqu'en fin avril avec une interruption en mars, interruption qui semble être la conséquence de la fameuse déclaration du Conseil suprême des Alliés, où il était question d'entr'aide économique et d'une Conférence financière internationale, projets qui n'aboutissent pas, si bien que la descente reprend.

Au mois de mai 1920, la réaction se déclanche : les Alliés semblent arriver à une entente à San Remo ; on va fixer la dette allemande, on causera avec les Allemands à Spa ; il est question de mobiliser la créance des réparations, etc... Bref, après un fléchissement, l'optimisme reprend.

Non seulement les francs belge et français haussent, le mark même se relève sensiblement. Mais les conférences internationales (Boulogne, Bruxelles, Spa), se suivent sans aboutir à des résultats tangibles. La question des réparations ne paraît pas près d'être résolue ; l'entent anglo-française apparaît de plus en plus précaire. Au mois d'août, la baisse du dollar s'arrête et sa hausse recommence. Elle dure jusqu'à la fin de l'année.

En tous cas, la sérénité intérieure était telle qu'aucune exportation de capitaux belges à l'étranger n'avait de



part dans ces fluctuations du change. Non seulement, les Belges, nous l'avons dit, pour se créer les disponibilités dont la restauration de leurs affaires leur imposait la nécessité, liquidaient plutôt leur portefeuille extérieur, qu'ils ne faisaient de placement au dehors; mais les exportateurs rapatriaient régulièrement leurs avoirs étrangers à la manière d'avant-guerre, et, aucun doute ne s'élevant sur l'avenir financier du pays, il ne venait à l'idée d'aucun citoyen belge de confier ses capitaux à une devise plus sûre que le franc national.

Le Gouvernement belge avait pris un certain nombre de dispositions pour surveiller les changes et interdire la sortie des capitaux (Arrêté-loi du 7 novembre 1918, donnant au Roi le pouvoir de réglementer le commerce des monnaies et devises; arrêté royal du 9 novembre 1918, soumettant les opérations de change à une publicité assez sévère; loi du 4 mars 1919 créant un Commissaire du Gouvernement auprès de chaque Bourse; arrêtés royaux du 28 mars 1919, l'un interdisant l'exportation des capitaux, l'autre instituant auprès de la Banque Nationale un Comité des changes (1); arrêté royal du 3 mai 1919, instituant des licences pour toute exportation de capital; arrêté royal du 30 janvier 1920 interdisant le trafic des devises étrangères n'ayant pas pour cause des opérations commerciales effectives et créant dans chaque banque un registre de changes; arrêté ministériel du 9 février 1920, instituant une Commission officielle des changes de cinq membres). Mais ce n'étaient là que mesures de pures précautions, ou inutiles parce que l'immense majorité des capitaux belges ne songeait pas à les enfreindre, ou inefficaces parce que les financiers exécutaient leurs opérations en dépit d'elles (2), sinon même nuisibles, car elles empêchaient

---

(1) Ce Comité pratiqua des interventions en Bourse par des achats et des ventes; sa préoccupation principale était d'enrayer la baisse du franc français. En septembre 1919, lorsque le franc français fut nettement descendu au dessous du pair, cette politique d'intervention fut abandonnée.

(2) Ainsi, en 1920, la prime du franc belge, par rapport au franc français, provoqua des achats de valeurs françaises.

les étrangers de faire des placements en Belgique dans la crainte d'éprouver des difficultés dans le rapatriement de leurs capitaux. A telle enseigne, qu'un des premiers gestes de M. Theunis, lorsqu'il prit le portefeuille des Finances, fut de rendre la liberté complète au marché des changes, en limitant l'interdiction de l'exportation des capitaux aux émissions publiques de valeurs étrangères, et (arrêté royal du 20 janvier 1921), aux envois d'or et d'argent sous forme de monnaies ou de lingots. M. Theunis n'avait eu garde d'oublier qu'il avait été délégué de la Belgique à la Conférence financière de Bruxelles et que celle-ci avait déclaré vaine, voire même néfaste, toute réglementation restrictive en pareille matière.

En l'absence de toute évasion proprement dite de capitaux belges, les variations du change, dans ces premières années d'après-guerre où les forces économiques naturelles l'entraînaient invariablement à la baisse, étaient donc finalement imputables aux mouvements alternatifs des crédits étrangers qui, à eux seuls, se trouvaient former contrepoids.

Depuis la guerre, l'intervention du crédit a pris des proportions immenses. Un pays aussi sévèrement touché par la guerre que la Belgique, pour nous borner à notre espèce, était fatalement contraint de trouver à l'étranger à la fois des ressources matérielles et les capitaux nécessaires à payer ses achats. Lié, pour ses conditions, à la situation économique et politique intérieure du moment, l'octroi de tels capitaux exerçait, à son tour, une influence non négligeable sur le change. Mais le rôle décisif était rempli par les crédits dits « spéculatifs », qui prenaient diverses formes : dépôts dans les banques belges, acquisitions de titres belges, notamment de fonds d'Etat; achats de traites sur la Belgique et tant d'autres. Ces « mouvements de capitaux », par où un crédit ou un titre de propriété détenu dans un pays déterminé, était échangé contre un crédit ou un titre de propriété

à détenir dans un pays à monnaie instable, se sont largement étendus, à la Belgique. En 1919 et en 1920, beaucoup d'étrangers ont acheté des francs comme d'autres avaient acheté des marks.

Au total donc, si en ces années 1919 et 1920, l'Inflation massive, les Budgets si largement déficitaires, les Emprunts répétés et, par-dessus tout, le déficit important et prolongé de la Balance des comptes n'ont réussi à faire fléchir le franc belge qu'au tiers de sa valeur extérieure, c'est qu'une force puissante faisait antagonisme : celle de la masse des capitaux qui escomptant le redressement du franc belge et en attendant bénéfice, s'en emparait.

Conseillée, chez les nationaux par une foi supérieure, pour qui l'expression « évasion des capitaux » eût été une formule vide de sens, et chez les étrangers par un optimisme, parfois un peu vacillant, mais tenace, la mentalité humaine a alors préservé dans une large mesure le franc belge de l'atteinte des maléfices économiques naturels, pourtant déchainés.

La guerre avait eu son idéologie qui fût un des ressorts de lutte au point d'avoir été une des causes de la victoire. La paix avait la sienne. Redisons le : « On avait beaucoup d'espoir ».

## CHAPITRE VI

### LES CARACTÉRISTIQUES DU CHANGE ET DES PRIX

Les exposés précédents, ainsi que nous l'avons annoncé, comportent comme conclusion pratique le relevé des chiffres qui les expriment dans la réalité et rendent sensibles à tous, d'une manière on ne peut plus précise, les effets qui en résultent.

Ces chiffres portent sur le change et les prix (gros et détail).

| ANNÉES          | CHANGE                                  |                                                             | PRIX DE DÉTAIL              |
|-----------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------|
|                 | Cours moyen<br>du dollar<br>à Bruxelles | Index du<br>change par<br>rapport<br>au dollar<br>% du pair | Index (1)<br>100-Avril 1914 |
| 1919            |                                         |                                                             |                             |
| Janvier .....   | 5,77                                    | 111                                                         | »                           |
| Février .....   | 5,69                                    | 109                                                         | »                           |
| Mars .....      | 5,91                                    | 114                                                         | »                           |
| Avril .....     | 6,31                                    | 121                                                         | »                           |
| Mai .....       | 6,44                                    | 124                                                         | »                           |
| Juin .....      | 6,65                                    | 128                                                         | »                           |
| Juillet .....   | 7,20                                    | 138                                                         | »                           |
| Août .....      | 8,16                                    | 157                                                         | »                           |
| Septembre ..... | 8,52                                    | 164                                                         | »                           |
| Octobre .....   | 8,53                                    | 164                                                         | »                           |
| Novembre .....  | 8,82                                    | 170                                                         | »                           |
| Décembre .....  | 10,36                                   | 200                                                         | »                           |

(1) Pour la détermination de cet index, la méthode adoptée par le Ministre de l'Industrie et du Travail, consiste à faire relever par des enquêteurs et des enquêteuses les prix payés pour un certain



|                 |       |     |     |
|-----------------|-------|-----|-----|
| 1920            |       |     |     |
| Janvier .....   | 11,96 | 230 | 396 |
| Février .....   | 13,86 | 267 | 420 |
| Mars .....      | 13,52 | 261 | 445 |
| Avril .....     | 15,28 | 294 | 461 |
| Mai .....       | 13,86 | 267 | 471 |
| Juin .....      | 12,06 | 232 | 462 |
| Juillet .....   | 11,51 | 222 | 453 |
| Août .....      | 13,13 | 253 | 463 |
| Septembre ..... | 13,98 | 263 | 471 |
| Octobre .....   | 14,46 | 279 | 477 |
| Novembre .....  | 15,67 | 302 | 476 |
| Décembre .....  | 15,96 | 308 | 468 |

Bien qu'aucun enregistrement n'en ait été fait, il est de notoriété publique que les prix ont monté en Belgique pendant la guerre : il n'y avait à cela que trop de raisons dont, en tout premier lieu, la pénurie des produits et l'inflation due aux mark. Cette ascension s'est poursuivie après les hostilités, mais on n'a commencé à suivre systématiquement le phénomène qu'assez tardivement. Les Index-numbers des prix de détail n'ont été publiés que depuis janvier 1920 et ceux des prix de gros depuis août 1921.

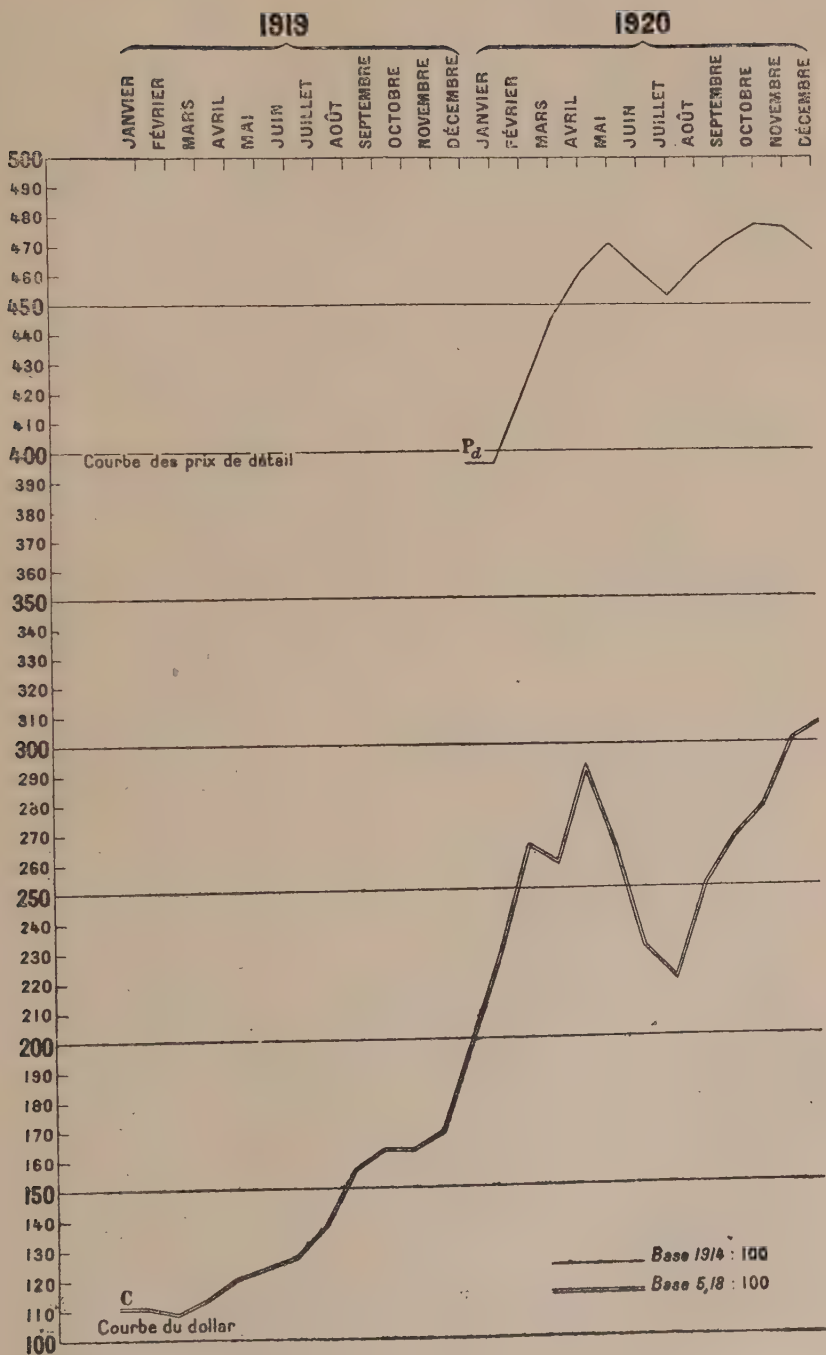
Les chiffres rapportés ci-dessus sont évidemment trop réduits en nombre et la lacune du maillon que, dans leur chaîne, représentent les prix de gros, est trop importante pour qu'on puisse y rechercher un sens ou une relativité.

---

nombre d'articles de consommation dans les magasins de détail de 140 Communes et à calculer le coefficient de majoration de ces prix par rapport à ceux d'avril 1914.

L'enquête porte sur 56 articles, dont 31 qualifiés de première nécessité, 8 plus ou moins exceptionnels et 17 ayant trait aux vêtements, aux chaussures, au chauffage et à l'éclairage. Parmi ces articles ne figurent ni le loyer, ni le cinéma, ni les tramways et chemins de fer.

Mais l'élément « pondération » est exclu du calcul de l'index : celui-ci n'est qu'une simple moyenne arithmétique entre les prix de ces 56 articles et ne tient aucun compte de l'importance relative de chacun des articles considérés dans le budget familial. Il est d'ailleurs démontré que quand on opère sur des données nombreuses (comme la série de ces 56 articles), les différences dans les poids ont peu d'influence sur le résultat final et ne sont pas supérieures à l'ordre de précision des données.



Ils n'ont donc qu'un intérêt originel et ne valent que prolongés. Laissons donc le temps faire son œuvre et réservons à la prochaine étape de notre travail les appréciations que celle-ci comporte. Il nous suffira de noter ici un certain nombre de faits contemporains, en relation étroite avec le mouvement du prix.

Le retour à la paix a fatalement créé un appel de produits, et, jusqu'au début de l'automne 1920, l'industrie connut une ère de prospérité qui n'était guère limitée que par les difficultés d'approvisionnement (1).

Pour soutenir cet effort, force lui fut de puiser directement ou indirectement, dans ces comptes-courants à la Banque Nationale dont nous avons vu la formation inflationniste. Ainsi ceux-ci restituèrent-ils sous forme de billets belges les marks qu'ils avaient résorbés et la circulation proprement dite, dont l'index n'était que de 4,75 fin 1919, se vit, fin 1920, multipliée par le coefficient 6,25.

Or, rien ne contribua davantage à la diffusion des nouveaux billets dans l'économie nationale que la hausse des salaires. Voici, en effet, qu'à l'ère du chômage de guerre succède une forte demande de main-d'œuvre.

« Les régions dévastées belges et surtout françaises  
« sont des foyers d'appel pour toutes les industries de  
« la construction; les usines qui ne sont pas détruites  
« travaillent fiévreusement : celles qui n'ont pas encore  
« pu remplacer leur outillage enlevé ou démoli, em-  
« ploient cependant les ouvriers au nettoyage, à la  
« mise en ordre, à des travaux de fortune. Les trans-  
« ports reprennent ainsi que les industries alimentai-

---

(1) Une statistique dressée par la Banque d'Outremer permet de mesurer cet essor par quelques chiffres :

|                                                                     | 1919  | 1920  |
|---------------------------------------------------------------------|-------|-------|
| Emissions d'affaires nouvelles .....                                | 977   | 829   |
| Augment. de capital et émissions d'obligations.                     | 1.201 | 1.724 |
| Total des émissions des Sociétés et des Pou-<br>voirs publics ..... | 8.326 | 7.620 |

« res. » (1) Bref, dans tous les centres industriels, dans toutes les villes, il y a du travail pour tous les bras, malgré le grand nombre de chômeurs encore secourus, chômeurs de guerre devenus chômeurs professionnels, et qui ne reviennent que lentement à leur ancien métier.

Mais les « prix de guerre » sont lents à baisser. Les exigences de l'ouvrier se font de plus en plus fortes. D'autre part, l'action syndicale renaît de la guerre subitement et singulièrement accrue. L'armistice est signé le 11 novembre 1918 : dès le 28 du même mois, la Commission Syndicale arrête un plan d'action et lance à la classe ouvrière belge un appel vibrant lui indiquant son droit à une existence meilleure et lui traçant un programme de revendications immédiates. Il déclare :

« La Commission Syndicale, appuyée par ses organisations affiliées, a décidé d'engager les ouvriers à ne pas travailler plus de huit heures par jour, et de revendiquer en même temps une augmentation de cent pour cent sur les salaires d'avant-guerre, avec un minimum de 1 franc l'heure pour les ouvriers non qualifiés ».

Les congrès syndicaux, qui se succédèrent au cours des mois suivants, adoptèrent sans réserve ce nouveau programme, et des grèves éclatèrent dans toutes les industries importantes.

Bref, dès ce premier stade dans l'évolution des salaires d'après-guerre, la rémunération des ouvriers qualifiés était doublée par rapport à 1913, et celle des manœuvres triplée ou même quadruplée. Un certain nombre de conventions collectives consacrèrent cet échelon. Puis, sous l'influence du renchérissement général des prix, les minima déterminés par ces conventions elles-mêmes furent successivement dépassés. Ce fut une course à la hausse, rendant de plus en plus instables les conditions du travail et de la production. Les accords provisoires, les conventions additionnelles, les majora-

---

(1) Max Gottschalk : *La Belgique restaurée*.



tions extraconventionnelles font éclater les conventions collectives proprement dites, qui ne se reforment que pour être réformées. La hausse des prix n'est pas le seul prétexte de ces revisions constantes : sous la double pression des réclamations ouvrières et des commandes en carnet, l'augmentation des salaires devient une modalité de participation à la prospérité générale.

A défaut de vues plus générales, on aperçoit ici, si on veut bien y prendre garde, une cause partielle de déséquilibre interne.

La hausse des prix entraîne la hausse des salaires. Celle-ci accélère l'accroissement de la circulation. La consommation s'en trouve excitée et produit, à son tour, l'inflation des prix, elle aussi, conservatrice des billets en circulation autant qu'aspiratrice de nouveaux.

Le jeu de ce cycle perturbateur, d'ordre intérieur, ne fut enrayé que par la crise qui sévit à partir du dernier trimestre de 1920. La production, en effet, avait été alimentée, pour une large part, par la spéculation qui prenait, en particulier, la forme de stocks à valeur constamment croissante. Un jour vint, pourtant, — ce fût en septembre 1920 — où l'excès de la hausse des prix entraîna l'arrêt, voire l'annulation, des commandes, et il en résulta des phénomènes inverses de ceux qui y avaient conduit : réduction du travail ; diminution des capacités pécuniaires individuelles, et, partant, des achats ; puis réalisation massive des stocks accumulés. La chute des prix s'amorça et nous la verrons se propager d'autant plus qu'elle fait toujours le vide autour d'elle sur le marché, parce que l'espoir de conditions, demain meilleures qu'aujourd'hui, tient les demandes en suspens et détermine la carence des acheteurs.

## DEUXIÈME PARTIE

---

### PREMIERS EFFORTS DE REDRESSEMENT

Janvier 1921-Avril 1925

Si, après avoir essayé de caractériser la période de déséquilibre monétaire immédiatement consécutive à la guerre en Belgique, nous avons cru devoir, à sa suite, en distinguer une seconde de janvier 1921 à avril 1925 et intituler celle-ci « *Premiers efforts de redressement* » c'est qu'il y a bien là, en fait, — tout entière animée par un même homme qui l'a marquée de son unité et de son action, — une nouvelle étape monétaire.

Durant cette période, plusieurs ministères, en effet, se succédèrent, mais, elle ne connut, on s'en souvient, qu'un seul Ministre des Finances : M. Theunis, *homo novus* de la politique.

L'Edifice ébranlé que nous avons eu sous les yeux au seuil de notre première partie va être considéré par une mentalité nouvelle, soucieuse de se mettre au niveau des événements et s'appliquant à la compréhension intelligente des causes.

Chaque jour, il s'avère davantage que les secours extérieurs se dérobent et qu'en tout état de cause, ils ne peuvent qu'être hors de proportion avec l'étendue de la dévastation. C'est donc avec les moyens dont on dispose que, partout où il a paru urgent de reconstruire, on le fait : des ruines partielles s'éveillent et se relèvent. Mais, poursuivie dans de telles conditions et contrariée par les affouillements dûs aux errements antérieurs, cette œuvre elle-même provoque de nouveaux affaissements que l'enregistreur monétaire ne cesse d'accuser. Conscient qu'il

s'agit « d'une question de vie ou de mort », (1) l'homme de l'art à qui est remis l'Edifice s'attaque donc à ses fondements et, s'attachant particulièrement à l'un des plus importants, soumet l'entreprise de consolidation à un dessein unique, dont chaque année marque un progrès. En même temps, dans ce qui reste debout, il tâche à remettre de l'ordre.

Malgré les efforts déployés et, bien que tout dans l'économie intérieure ait été subordonné à cette pensée dominante, ce ne sera, cependant, pas encore la restauration, car une telle œuvre est de longue haleine et réclame de plus amples décisions. Seuls, les préliminaires en auront été posés sur une base éminemment rationnelle.

---

((1) Déclaration ministérielle du premier Cabinet Theunis.

## CHAPITRE PREMIER

### L'INFLATION

Pour continuer à suivre la propagation de l'inflation dans l'économie nationale, donnons tout d'abord la succession, en millions de francs, des chiffres accusés par les bilans de la Banque Nationale en chaque fin d'année pour ceux de leurs postes que nous avons déjà retenus.

#### ACTIF

|                                                           | 31 déc.<br>1921 | 31 déc.<br>1922 | 31 déc.<br>1923 | 31 déc.<br>1924 |
|-----------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Encaisse métallique.....                                  | 307,4           | 324,2           | 334,8           | 346,3           |
| Portefeuille étranger.....                                | 20,2            | 17,4            | 18,8            | 30,0            |
| <b>Total (Couverture).....</b>                            | <b>327,6</b>    | <b>341,6</b>    | <b>353,6</b>    | <b>367,3</b>    |
| Portefeuille-effets .....                                 | 458,7           | 713,1           | 1.219,3         | 1.553,4         |
| Avance à l'Etat pour le rem-<br>boursement des marks..... | 5.500,0         | 5.400,0         | 5.300,0         | 5.200,0         |
| Dette interprovinciale reprise<br>par l'Etat.....         | 480             | 480             | 480             | 480             |
| Avances sur fonds publics<br>belges .....                 | 208,0           | 275,3           | 310,2           | 583,9           |

#### PASSIF

|                                                        |                |                |                |                |
|--------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Comptes courants :                                     |                |                |                |                |
| Trésor .....                                           | 93,5           | 56,4           | 144,4          | 1,7            |
| Particuliers .....                                     | 573,6          | 400,3          | 284,0          | 435,8          |
| <b>Ensemble.....</b>                                   | <b>667,1</b>   | <b>456,7</b>   | <b>428,4</b>   | <b>437,5</b>   |
| Circulation fiduciaire.....                            | 6.425,1        | 6.876,4        | 7.345,0        | 7.873,1        |
| <b>Total (Engagements à vue)</b>                       | <b>7.092,2</b> | <b>7.333,1</b> | <b>7.773,4</b> | <b>8.310,6</b> |
| Rapport de la Couverture aux<br>Engagements à vue..... |                |                |                |                |



\*  
\*\*

On continue donc à assister à la résorption des comptes-courants qui, à la Banque Nationale, avaient hospitalisé une partie des marks repris après l'armistice. De cette augmentation de la circulation effective par réduction de la circulation potentielle, une des principales causes est assurément la hausse des prix, puisque cette hausse, au cours de cette nouvelle étape, a le plus souvent précédé la diffusion de nouveaux billets. La thésaurisation des billets tant en Belgique qu'à l'étranger n'y a pas été non plus étrangère. Mais le caractère économique que ces mêmes années ont présenté dans le monde entier a joué également son rôle en l'espèce, bien que celui-ci se soit présenté sous deux aspects opposés.

Tout d'abord, la crise que nous avons vu naître en fin 1920 sous l'effet, également, de la hausse des prix, s'accrut et devint sévère en 1921 et 1922, accompagnée qu'elle était de faillites et de chômages. Puis, à partir de la fin de 1922, insensiblement une ère de plus en plus prospère se développa sur les années 1923 et 1924.

On sait comment, sous ce double phénomène, évolua, en France, la circulation fiduciaire : à la faveur de la crise, baisse des prix, libération des réserves monétaires du public, emploi de ces disponibilités en Bons de la Défense Nationale s'enchaînèrent avec tant de régularité que finalement l'Etat put, en 1921, réduire son compte d'avances à la Banque de France de 2 milliards et en faire autant du 1<sup>er</sup> janvier au 1<sup>er</sup> juin 1922. Ces importants remboursements, joints à la diminution des besoins du public en fait d'instruments de paiement, firent tomber la circulation du 1<sup>er</sup> janvier 1921 au 31 décembre 1922 de 2 milliards.

Mais voici, ensuite, concomitants, la reprise des affaires, la montée des changes, la hausse des prix : et le mécanisme commença à jouer en sens inverse.

En Belgique, rien de semblable : au cours des deux

groupes d'années, l'accroissement de la circulation se poursuit relativement lent, mais continu.

L'état suivant suffit à mettre les deux situations en parallèle.

*Circulation annuelle moyenne*  
(millions de francs)

|           | FRANCE | BELGIQUE |
|-----------|--------|----------|
| 1920..... | 38.211 | 5.351    |
| 1921..... | 37.669 | 6.147    |
| 1922..... | 36.367 | 6.394    |
| 1923..... | 37.354 | 6.978    |
| 1924..... | 44.170 | 7.674    |

Il faut reconnaître d'abord que le circuit qui, en France, a ramené des billets à la banque de France par le canal des remboursements de l'Etat n'a pratiquement pas fonctionné en Belgique, car les remises du Gouvernement belge à la Banque Nationale ont été nulles en 1921 et se sont réduites à 100 millions pour chacune des années 1922, 1923 et 1924. Geste, à proprement parler, platonique et purement symbolique qui, attestait seulement que la déflation restait le programme officiel. Tout autant, d'ailleurs, la loi du 10 août 1923 qui constituait un Fonds spécial d'amortissement, (1) mais qui resta lettre morte.

D'autre part, la crise française a été liée à une déflation de crédit. En Belgique, sans aucun doute, le crédit a également subi une sérieuse restriction, mais il en pré-existait des réserves précisément dans les fameux comptes-courants constitués à la Banque Nationale par l'extinction des marks, et on conçoit que les banques, l'industrie et le commerce y aient puisé au cours de la crise,

---

(1) Ce fonds était constitué au moyen :

- 1° Des monnaies allemandes retirées;
- 2° Des sommes récupérées par l'Etat du chef d'échanges frauduleux de monnaies allemandes;
- 3° De la liquidation de certains biens allemands;
- 4° Des sommes à inscrire chaque année au budget à cet effet.

comme lors de la reprise, bien que pour des motifs respectivement différents ; dans la première pour « durer » ; au moment de la seconde pour « démarrer ». La hausse continue des prix et l'activité économique ont ensuite fait le reste. Pour faire œuvre de déflation et réduire la consommation, le Gouvernement belge aurait dû s'emparer de ces comptes-courants par l'impôt, à défaut de l'emprunt, et rembourser lui-même la Banque Nationale.

Il convient cependant de mentionner ici une opération qui, dans une certaine mesure, a pesé sur la circulation fiduciaire de la Belgique. Le 17 mai 1921, M. Jaspar, Ministre d'Etat du Luxembourg, avait paraphé le protocole de l'Union douanière entre les deux pays. De ce Traité, sur lequel nous aurons à revenir pour d'autres objets, nous ne retiendrons ici que ses conséquences monétaires : la Belgique consentait à son alliée une avance de 175 millions de francs à 2 %, destinés à l'échange des billets luxembourgeois, qui devaient être retirés de la circulation, contre des billets belges, les petites coupures luxembourgeoises restant seules en cours. Quant aux marks échangés contre les billets luxembourgeois émis après l'armistice, le Gouvernement belge en garantissait la reprise comme il prenait à sa charge la différence d'intérêt de l'emprunt. Ces dispositions produisirent effet en mai 1922.

Au total, nous résumerions volontiers ainsi les considérations qui précèdent : la crise a rencontré en France et en Belgique un milieu où s'équilibraient les besoins du public en signes monétaires, la distribution du crédit et les facultés de la Trésorerie publique. Le milieu français était dans un état de saturation tel qu'il lui a suffi de subir une certaine concentration par le moyen des prix pour précipiter une partie de la circulation. Le milieu belge, tout au contraire, était encore en état réceptif et admettait la diffusion d'un surplus de circulation.

En tous cas, ce surplus ne provenait pas de nouvelles

avances de la Banque Nationale à l'Etat. Il est remarquable, en effet, que l'accumulation des déficits budgétaires (on en verra la succession après 1920 dans un prochain chapitre), partant les besoins de la Trésorerie, n'aient entraîné aucune émission d'Etat. Ce sont, par conséquent, les besoins privés seuls qui ont accru l'inflation. Concluons donc que, au moins jusqu'au début de 1925, c'est exclusivement la reprise des marks qui a créé en Belgique *l'inflation « visible »*.

Mais autant que celle-ci, *l'inflation « invisible »*, en puissance dans le développement du crédit et les procédés de compensation, est à redouter. Nous avons déjà relevé le rôle que des crédits à caractère spéculatif, répandus dans l'économie des premiers travaux de paix, avaient tenu dans l'origine de la crise des années 1921 et 1922.

Or, à cette crise, succède une nouvelle poussée fiévreuse. Le crédit étant essentiellement le levain des affaires, il est donc naturel, derrière l'intensification des transactions d'en rechercher et d'en apprécier les sources.

A cet effet, faisons de nouveau appel à l'état qui a été dressé du total des bilans de 18 établissements français et belges (1) auquel nous nous sommes déjà référé. Cet état accuse les chiffres suivants exprimés en millions de francs.

#### SITUATION DES PRINCIPALES BANQUES BELGES

| ACTIF                            | 1921  | 1922  | 1923  | 1924  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Encaisse .....                   | 496   | 503   | 491   | 580   |
| Portefeuille commercial.....     | 1.287 | 1.234 | 1.150 | 1.152 |
| Comptes-courants débiteurs ..... | 2.426 | 2.487 | 3.109 | 3.432 |
| Actions et obligations.....      | 604   | 673   | 769   | 1.050 |
| Fonds publics .....              | 1.466 | 1.573 | 1.444 | 1.091 |
| Avances diverses .....           | 267   | 325   | 441   | 509   |
| Immeubles .....                  | 83    | 106   | 113   | 133   |

(1) Voir première partie, Chapitre I (inflation), page 52.



PASSIF

|                                |       |       |       |       |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Capital versé et réserves..... | 944   | 1.154 | 1.169 | 1.575 |
| Engagements .....              | 5.842 | 6.047 | 6.193 | 6.170 |

Il suffit de suivre ces chiffres des yeux pour apercevoir immédiatement les enseignements qu'ils comportent.

On y relève, d'abord, l'absence de développement du Portefeuille Commercial. La pratique de l'escompte avait repris avec l'activité économique consécutive à l'armistice, mais ne s'était maintenue que dans des limites très étroites, beaucoup d'acheteurs étant en mesure de payer comptant. Cependant, la hausse des prix ayant fini par absorber leurs disponibilités, il fallut de nouveau se tourner vers l'escompte et le portefeuille commercial desdits dix-huit établissements passe de 880 millions en 1920 à 1.287 en 1921. Mais alors intervint un autre facteur, les banques, elles-mêmes à court de ressources, durent recourir au réescompte qui, au lendemain de l'armistice avait presque cessé d'être en vigueur. Les bilans de la Banque Nationale, rapportés en extraits au début du présent chapitre, en fournissent la preuve.

Pourtant, eu égard à la dépréciation monétaire, les chiffres qui y figurent restent inférieurs à ceux d'avant-guerre; il n'est pour s'en convaincre que de rapprocher le montant du portefeuille-effets de la Banque Nationale au 31 juillet 1914 — 517 millions (1) — des index des prix qui, sommairement parlant, ont varié de 3,5 à 5 % de fin 1921 à fin 1924.

Cela traduit une forte contraction des affaires de la Banque Nationale en matière d'escompte (2) et qu'est-

(1) Introduction, Chapitre II, page 26.

(2) Une intéressante statistique publiée par le *Moniteur des Intérêts matériels*, du 1<sup>er</sup> décembre 1925, établit la comparaison suivante :

Entre 1923 et 1924 :

- a) Diminution de 3/4 du nombre des effets escomptés;
- b) Augmentation du montant moyen des effets, proportionnellement à la dépréciation du change;
- c) Augmentation de 48 % seulement du montant global des effets sur la Belgique, malgré l'avilissement de la monnaie;

ce à dire sinon que, de ce fait, celle-ci, déjà dépouillée par l'inflation du contrôle de son billet, perdait chaque année davantage la maîtrise du marché financier et, par là même, ce qui lui restait d'emprise sur le marché monétaire.

Par contre, tous les autres postes des bilans par où se mesure le degré d'intimité des divers organes de l'activité économique avec les banques sont en progression constante.

Les Avances (comptes-courants débiteurs et divers) de 1923 et 1924 — période de prospérité — opposés à ceux de 1921 et 1922 — période de crise — marquent de sensibles augmentations, lesquelles ne sont, d'ailleurs pas compensées par un accroissement correspondant des Engagements (dépôts et comptes-courants créditeurs). Semblablement, les Participations des banques elles-mêmes aux entreprises belges se multiplient, au détriment des fonds d'Etat et des bons du Trésor, les affaires leur offrant un emploi plus rémunérateur de leurs capitaux. Le caractère industriel des banques s'accroît donc doublement. D'autres statistiques similaires, dont les éléments sont, notamment, fournis par le *Moniteur des Intérêts Matériels*, conduisent aux mêmes conclusions. Bornons-nous, pour confirmer et illustrer celles-ci vis-à-vis des années 1923 et 1924, à puiser dans la « Situation économique de la Belgique », document officiel publié par le ministère belge des Affaires étrangères, l'état comparatif suivant :

AUGMENTATION DE 1924 PAR RAPPORT A 1923 (1)

|                                       |       |                |
|---------------------------------------|-------|----------------|
| Comptes courants débiteurs.....       | 13 %  |                |
| Portefeuille-effets .....             | 1,7%  | Engagem.:11,3% |
| Actions, obligations, participation.. | 22,1% |                |

Ce développement du crédit s'est trouvé lui-même multiplié par les *Virements et paiements opérés par com-*

---

(1) Ces augmentations ont comme principales contre-parties la réalisation des fonds publics (25,3 %) et l'augmentation des ressources propres des banques (capital libéré et réserves) (20,3 %).

*pensation* dont la progression est éloquemment exprimée par les tableaux suivants :

MOUVEMENT DES OPERATIONS DE COMPENSATION

| Années    | Nombre<br>de chambres | Pièces<br>compensées | Capitaux compensés<br>(millions de francs) |
|-----------|-----------------------|----------------------|--------------------------------------------|
| 1921..... | 6                     | 1.746.581            | 105,1                                      |
| 1922..... | 7                     | 2.244.211            | 129,0                                      |
| 1923..... | 20                    | 3.125.877            | 191,6                                      |
| 1924..... | 23                    | 3.524.113            | 229,5                                      |

| Années    | Nombre<br>de<br>comptes<br>(fin de l'année) | Montant<br>des<br>opérations<br>(en millions) | %<br>des transferts<br>sans emploi<br>de monnaie |
|-----------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 1921..... | 65.514                                      | 55.733                                        | 79 %                                             |
| 1922..... | 93.726                                      | 72.382                                        | 81,8%                                            |
| 1923..... | 116.028                                     | 98.950                                        | 84 %                                             |
| 1924..... | 137.210                                     | 118.698                                       | 83,5%                                            |

Enfin, un dernier témoignage de la consommation en grand des capitaux liquides se trouve dans les *Emissions d'affaires nouvelles et les opérations financières réalisées par celles qui existaient déjà*, ces dernières d'ailleurs, en partie, sous la pression de la dépréciation du franc.

Voici à cet égard une statistique suggestive dressée par la Banque d'Outremer (millions de francs) :

| Années     | Emis-<br>sions<br>d'affaires<br>nouvelles | Augmen-<br>tation<br>de<br>capital | Bons<br>de caisse<br>et<br>obligations | Totaux    |
|------------|-------------------------------------------|------------------------------------|----------------------------------------|-----------|
| 1921 ..... | 436                                       | 744                                | 473                                    | 1.653     |
| 1922 ..... | 414                                       | 897                                | 310                                    | 1.621     |
| 1923 ..... | 655                                       | 1.246                              | 124                                    | 2.025     |
| 1924 ..... | 577                                       | 2.173                              | 40                                     | 2.790 (1) |

(1) Si l'on tient compte des émissions faites par les pouvoirs publics (Etat, Provinces, Villes), ainsi que par la Société Nationale de Crédit à l'Industrie, on obtient les totaux généraux suivants des appels au crédit réalisés.

Il n'est pas douteux que la répartition d'une telle masse de capitaux n'a pu toujours être judicieuse et son importance seule permet d'affirmer que ceux-ci n'ont pas uniquement alimenté une production constamment en harmonie avec une consommation normale.

Par ailleurs, les fluctuations du change et des prix créaient un milieu fatalement ouvert à la spéculation, laquelle ne vit que de la variation des valeurs. La crise avait fait périlcliter un certain nombre d'entreprises créées après l'armistice dans les conditions malsaines de l'emballement. Mais elle était loin d'avoir complètement épuré le marché et, en outre, la création d'affaires nouvelles reprit dès 1923.

De même donc qu'en période d'inflation étatiste, une inflation commerciale peut avoir son origine dans le jeu de l'escompte, dont les principes directeurs ne sont plus aussi clairs qu'en régime normal, semblablement, un crédit trop abondant et trop facile risque de fertiliser l'ivraie aussi bien que le bon grain. Qui, par respect des définitions, hésitera à prononcer ici finalement le mot d'inflation, professera du moins que « ces recours fréquents et aisés au crédit, cette excitation de la production et des échanges, cet accroissement de la consommation — auxquels nous venons d'assister — sont les manifestations habituelles de la psychose inflationniste (1) ».

(millions de francs)

|            |       |            |       |
|------------|-------|------------|-------|
| 1921 ..... | 5.585 | 1923 ..... | 3.490 |
| 1922 ..... | 4.095 | 1924 ..... | 3.376 |

Cependant, un tel débordement de capitaux devait avoir ses limites et se tarir par son excès même. Vers la fin de 1924, les crédits tendirent, en effet, à se resserrer, le loyer de l'argent à renchérir et cette double tension ne fit que s'accroître par la suite.

Consignons enfin une dernière conséquence de l'in-

---

(1) Supplément au *Bulletin Quotidien* du 23 janvier 1926 (Société d'Etudes et d'Informations économiques).



flation. Si, en France, dès le 16 octobre 1919, une loi avait maintenu en vigueur après la cessation des hostilités les dispositions prises pour le temps de guerre par celle du 12 février 1916 en vue d'interdire l'achat, la vente ou la cession des espèces et monnaies nationales à un prix dépassant leur valeur légale, aucune mesure similaire n'était intervenue en Belgique dans les premières années d'après-guerre pour remplacer l'ordonnance allemande du 22 mai 1915, abrogée de plein droit, ainsi que nous l'avons exposé, par la libération du territoire. En présence de la dépréciation profonde et permanente du franc belge, qui ne favorisait que trop les trafics d'espèces, il fallut bien y venir. D'où la loi du 8 mai 1924 « relative au trafic et à la refonte des monnaies métalliques » dont l'article premier est ainsi conçu :

« Il est interdit de vendre ou d'acheter à un prix dépassant leur valeur légale ou moyennant une prime quelconque, de fondre ou de soumettre à une opération qui leur enlèverait leur caractère, les monnaies métalliques ayant cours en Belgique ou admises dans les Cais-  
ses publiques. »

L'article 3 autorisait le ministre des Finances à prohiber l'exportation de l'or et de l'argent monnayés ou en lingots et à réglementer leur transit et leur transport à travers la Belgique et un arrêté ministériel du 14 mai 1924, pris en conséquence, interdisait, sans permission préalable, l'exportation, le transit et le transport à l'intérieur de l'or et de l'argent.

## CHAPITRE II

### LA BALANCE ECONOMIQUE DES COMPTES

#### A) LA BALANCE VISIBLE

##### 1° *La balance commerciale.*

Le solde de la balance commerciale de la Belgique représente toujours, on le sait, le principal poste du passif de la balance économique des comptes.

Voici donc, comme point de départ, le tableau du Commerce extérieur pour les années qui nous intéressent (millions de francs) :

|                 | 1921   |            | 1922   |            |
|-----------------|--------|------------|--------|------------|
| Importations .. | 10.198 | { 17.471 { | 9.098  | { 15.181 { |
| Exportations .. | 7.273  |            | 6.083  |            |
| Déficit .....   | 2.925  |            | 3.015  |            |
|                 | 1923   |            | 1924   |            |
| Export. ..      | 8.890  | { 21.453 { | 17.581 | { 31.514 { |
| Import. ..      | 12.563 |            | 13.933 |            |
| Déficit....     | 3.673  |            | 3.648  |            |

En 1925, le déficit sera de 3.300 millions et le rapport des exportations aux importations de 81,3 %.

Pour une étude comparative du commerce extérieur

(1) Les chiffres relatifs aux tonnages sont les suivants (en milliers de tonnes) :

| 1921   | 1922   | 1923   | 1924   |
|--------|--------|--------|--------|
| 17.665 | 21.971 | 26.603 | 33.394 |
| 17.257 | 16.417 | 16.974 | 20.156 |

belge, cette statistique appellerait des corrections du fait qu'est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> mai 1922 le régime institué par l'Union douanière signée en 1921 entre la Belgique et le Luxembourg. Mais pour qui, comme nous, se propose de faire seulement œuvre de comptabilité, la valeur relative dans le temps des chiffres d'importation et d'exportation n'a qu'un intérêt de second degré; leur valeur absolue importe seule, puisque l'écriture à passer n'est faite, en réalité, que de leur solde.

En définitive, entre la hausse des prix, les tarifs douaniers qui, à l'étranger, se faisaient de plus en plus protectionnistes et le change s'était établi un compromis tel que l'amélioration de la balance commerciale se fit sentir à partir de 1923. Exprimé en francs-or, le déficit n'était que de l'ordre de 900 millions, c'est-à-dire inférieur à celui d'avant-guerre.

La baisse du change avait évidemment joué, en l'espèce, le rôle qu'on lui connaît. Mais il concourait ici avec deux autres facteurs.

Le premier, c'était l'achèvement virtuel dès cette époque de la restauration belge. D'après les publications officielles, l'Etat avait dépensé à la fin de 1924 près de 4 milliards pour le domaine public et indemnisé les particuliers pour près de 8 milliards. La Belgique avait donc produit ou acheté à l'étranger environ 12 milliards qu'elle n'a pu exporter ou qu'elle a dû importer. Les progrès de la restauration devaient diminuer les importations de matériaux et les forces intérieures retenues par la reconstruction pouvaient se consacrer à la production.

Le second facteur est la reconstitution progressive des stocks dont nous avons dit l'importance en Belgique dès notre Introduction. Le pays était dépourvu de tout à l'armistice. Il a fallu importer vivres et matériaux; avant d'être en mesure d'exporter, l'industrie a été obligée de travailler pour reconstituer son fonds de marchandises et de matières premières. Là encore des facultés productives étaient libérées.

L'effort poursuivi au cours de chacune des années

écoulées depuis la fin de la guerre a donc travaillé en faveur de la balance commerciale.

*2° Les indemnités allemandes des réparations.*

Aujourd'hui surtout où les résultats du plan Dawes font l'objet de communications officielles qui ne laissent rien à désirer et sont l'objet d'une large publicité, nous ne nous dédions assurément pas d'avoir rangé les « indemnités allemandes des réparations » parmi les éléments de la Balance Visible. Mais il faut reconnaître qu'au cours des années qui retiennent actuellement notre attention la visibilité des résultats des réparations a été singulièrement obscurcie : les chiffres qu'on publiait étaient épars, confus, contradictoires, les livraisons en nature les compliquaient et les Gouvernements ne se prononçaient guère à ce sujet que sur questions précises, peu enclins qu'ils étaient à confronter publiquement les résultats obtenus avec les résultats attendus.

Ils se trouvaient, au reste, eux-mêmes souvent bien empêchés de le faire exactement, car, entre copartageants, ce qui était vérité un jour ne l'était plus toujours le lendemain.

Psychologiquement, cela importait peu d'ailleurs car l'opinion mondiale suivait assez passionnément le débat dans ses phases successives pour, en l'absence même de toutes statistiques, savoir à quoi s'en tenir.

Si donc, en fin 1920, le présent poste de l'actif de la balance des comptes était représenté, comme nous l'avons dit, par la mention « Mémoire », la période comprise entre 1921 et 1925 contient toute l'évolution de l'épineuse question qu'il recouvre.

Pour la Belgique, cette tranche de l'histoire des réparations se résume dans la suite des tribulations subies par sa priorité. De les rappeler très sommairement montrera à quel point ont été longtemps fictif le crédit que celle-ci comportait pour la balance des comptes et imprévisibles les rentrées qu'elle supposait.



Le 5 mai 1921, sous la menace de l'occupation de la Ruhr, l'Allemagne acceptait « l'état de paiements » préparé par les Gouvernements alliés, en vertu duquel sa dette était fixée à 132 milliards de marks-or, ce qui, au taux de 8 % reconnu à la Belgique représentait à son profit 10.560 millions (1). Pour s'en acquitter, l'Allemagne devait verser chaque trimestre 500 millions de marks-or augmentés d'une annuité mobile de 26 % de la valeur de ses exportations. La Belgique aurait pu exiger, en vertu de l'accord de Spa, que l'intégralité des versements allemands lui fussent attribués. Mais elle dut successivement accepter la répartition du solde de sa priorité sur quatre trimestres ; subir au moment du paiement par l'Allemagne du premier milliard un nouveau marchandage qui, à la suite d'une conférence du 11 mars 1922 des ministres des Finances, aboutit à un nouveau sacrifice dans la répartition ; consentir, à la suite de l'accord de Wiesbaden entre la France et l'Allemagne sur l'intensification des livraisons en nature, à suspendre pour la seconde fois l'effet de la clause de reversement, garantie de sa priorité, puis à étendre cette suspension aux sommes que l'Angleterre percevait du chef de la taxe de 26 % sur les importations allemandes au titre du « Réparation Recovry Act » ; se résoudre, pour justifier le rôle de médiatrice qu'elle tenta de remplir entre la France et l'Allemagne, lorsque s'accrut l'opposition, finalement inconciliable, entre les points de vue de ces deux pays, à recevoir en août 1922 cinq traites à six mois d'échéance pour des versements qui devaient normalement correspondre au 15 de chacun des mois d'août à décembre de cette même année ; et, enfin, après l'exploitation en commun avec la France du gage de la Ruhr, n'encaisser qu'une fraction du béné-

---

(1) Chiffre tout théorique, d'ailleurs, car il comprenait 4 milliards environ de bons A et B produisant intérêt et 6 milliards et demi environ de bons C dont l'Allemagne ne devait faire le service qu'à partir du moment où ses ressources auraient été reconnues suffisantes par la Commission des Réparations, c'est-à-dire à une échéance indéterminée.

fice final pour éviter de gêner la Trésorerie française.

Le plan Dawes, dont les dispositions à l'égard de la Belgique seront précisées dans un chapitre ultérieur, fut comme l'on sait, l'épilogue de l'occupation de la Ruhr.

Il ne devait fournir originellement que peu d'apport à la balance des comptes de la Belgique, car on ne prévoyait guère pour le début de son application que des prestations en nature. En tout cas, les règlements allemands avaient désormais leur statut et redevenaient visibles.

Mais, jusque-là, n'est-on pas fondé à reconnaître avec M. Baudhuin, qu'au point de vue de la balance des comptes, le sort de la priorité belge a été réglé par des accords aussi précaires « qu'inextricables » ?

Ne convient-il pas, en effet, d'abord d'en éliminer les livraisons en nature qui lui sont étrangères ? En 1921, ensuite, un crédit de 1.135 millions de marks-or au profit de la Belgique ne s'est-il pas réduit à l'attribution en mars 1922 d'une somme de 500 millions de ces marks, versée provisoirement à la Banque Nationale en août 1921 ? De même, les arrangements pris à Cannes en janvier et à Paris en mars 1922 qui ouvraient à la Belgique un droit sur 580 nouveaux millions de marks-or, ne se sont-ils pas résolus en versements mensuels dont les cinq derniers ont dû précisément se transformer en Bons du Trésor, lesquels d'ailleurs ont été escomptés ?

Au total, une série de transferts accidentels et insaisissables.

Ce n'est pas à dire, cependant, que cette priorité ait été vaine. Loin de là, car, par le concours qu'elle a apporté en plusieurs occasions aux difficultés financières du gouvernement belge, comme par l'action de soutien qu'elle a exercé, même indirectement, sur le change et qui a été justement observée, elle n'a pas été sans mérite vis-à-vis du franc belge.

La nouvelle balance des comptes que nous nous proposons de dresser avec M. Baudhuin, devant présenter un certain caractère d'avenir, nous admettrons, par

symétrie avec le rendement du plan Dawes en espèces des années suivantes, si le débiteur s'exécute ponctuellement, un appoint de 500 millions de francs de provenance allemande.

### 3° *Les arrérages de la Dette extérieure.*

Fin 1924, les arrérages de la dette extérieure (consolidée et flottante) étaient de l'ordre de 450 millions.

Si nous nous inspirons ici encore d'un principe de moyenne, nous adopterons le chiffre rond de 500 millions.

En règle stricte, dans une balance comme celle à laquelle nous sommes présentement attaché, il faudrait faire état du capital des emprunts eux-mêmes. Nous les négligerons, cependant, comme hors de notre cadre ; il n'entre, en effet, dans celui-ci que des éléments permanents, tandis que le jeu du transfert de pareils capitaux, déjà difficile à déterminer en soi, est essentiellement accidentel. D'autre part, cette omission aura, ci-après, sa contre-partie.

## B) LA BALANCE INVISIBLE

### 1° *Les placements et les revenus.*

Le portefeuille belge à l'étranger s'est peu à peu reconstitué et, sans voir dans tous les placements de l'espèce une évasion de capitaux, il est certain que la baisse du franc a contribué à ce mouvement, qui s'est surtout accentué à partir de 1923. Les banquiers étaient alors unanimes à reconnaître que la Belgique avait d'importantes disponibilités dans les pays voisins et même aux Etats-Unis et la Commission des Dettes le faisait remarquer lorsque se discutait l'accord belgo-américain au cours de l'été 1925.

Malheureusement, toute base d'appréciation fait

défaut pour une évaluation plausible, aussi bien de semblables avoirs belges à l'étranger (1) qu'inversement d'investissements étrangers en Belgique. Force nous est donc de ne pas tenir compte de ces mouvements de capitaux que les prescriptions légales à leur égard ont dû rendre très irréguliers et, si l'on se reporte à l'observation qui termine le précédent paragraphe, cela équivaut à admettre que, vis-à-vis de la balance des comptes, les transferts afférents aux emprunts extérieurs et aux placements étrangers se sont compensés.

D'autre part, on peut admettre qu'il rentrait annuellement en Belgique un peu plus du tiers de ce qu'on y touchait autrefois, bien que les résultats de l'impôt cédulaire sur le revenu semblent indiquer que cette estimation soit plutôt inférieure à la réalité.

Finalement, en se basant sur ces statistiques fiscales, mais en y apportant des corrections rationnelles, M. Bau-  
dhuin donne comme vraisemblable le chiffre de 750 millions pour les dividendes et intérêts encaissés à l'étranger en 1924.

## 2° *Les Frets.*

Une unité qui ne se détériore pas, le tonneau, permet en cette matière une comparaison précise entre l'avant-guerre et l'époque étudiée.

La flotte marchande belge accusait :

|         |          |            |  |
|---------|----------|------------|--|
| 385.000 | tonneaux | en 1921    |  |
| 543.000 | —        | en 1922 et |  |
| 499.000 | —        | en 1924    |  |

Malgré certaines réalisations nécessitées par l'assainissement financier et qui ont entraîné une légère diminution de la flotte marchande au cours de l'année 1924,

---

(1) Pour l'avant-guerre, la loi d'impôts de 1913, qui frappait les titres étrangers d'un droit de timbre de 1 %, avait fourni une pareille base, en accordant pendant six mois le timbrage au taux réduit de 1 pour mille.



celle-ci n'en reste pas moins, avec ses 500.000 tonneaux, désormais supérieurs au double de ce qu'elle était avant guerre.

C'est donc, en francs-or, un fret au moins double de celui d'avant-guerre que l'économie belge encaisse annuellement de ce chef, car, on s'en souvient, vu les errements suivis dans les statistiques douanières, il n'y a ici que profit pour elle.

Il semble bien, d'ailleurs, que ce doive être là un plafond, car l'aide de l'Etat leur faisant complètement défaut, les capitaux privés ne sont guère capables d'un effort supplémentaire dans la lutte inégale qu'ils soutiennent contre des concurrents subventionnés, largement (armements britannique, allemand, américain), ou même modestement (armement français).

D'une manière plus précise, on peut remarquer que, d'après le *Board of Trade Journal*, les revenus nets de l'armement britannique s'élevèrent à 130 millions de livres en 1924. La flotte belge représentant 3 % de la flotte anglaise, on estimera la créance belge à 4 millions de livres ou 400 millions de francs. Une comparaison avec les revenus de la flotte norvégienne donne un résultat équivalent.

### 3° *Le Transit.*

Quelle qu'ait été, au cours des premières années d'après-guerre, l'intensité belge et mondiale des affaires, la Belgique a tiré un partie constamment meilleur de sa situation géographique en faveur de son transit et le trafic du port d'Anvers, en particulier, n'a cessé de croître (1).

Un événement important y a d'ailleurs contribué en rendant à ce port sa maîtrise terrestre d'avant-guerre: la suppression de la surtaxe d'entrepôt pour les marchandises importées d'outre-mer par un port belge à destination de l'Alsace-Lorraine.

| ANNÉES     | ENTRÉES |                | SORTIES |                |
|------------|---------|----------------|---------|----------------|
|            | Nombre  | Tonnage<br>net | Nombre  | Tonnage<br>net |
| 1913 ..... | 7.056   | 14.146.819     | 7.142   | 14.135.935     |
| 1920 ..... | 7.698   | 10.858.926     | 7.620   | 10.609.446     |
| 1921 ..... | 8.076   | 12.980.874     | 7.950   | 12.742.292     |
| 1922 ..... | 8.323   | 15.050.182     | 8.373   | 15.011.237     |
| 1923 ..... | 9.351   | 17.353.498     | 9.335   | 17.416.631     |
| 1923 ..... | 9.709   | 19.305.907     | 9.749   | 19.426.695     |

Le problème franco-belge de la surtaxe d'entrepôt est né au moment de l'armistice par suite du retour de l'Alsace-Lorraine à la France. Les trois départements reconquis faisaient partie, avant la guerre, de la zone d'influence du port d'Anvers, les produits en provenance de Belgique qui y pénétraient étant frappés de droits peu élevés. Leur rattachement à la mère patrie, en les soumettant à la surtaxe d'entrepôt, dont la France frappe toutes les marchandises entrant sur son territoire par des ports étrangers, privait la Belgique d'un marché qui, avant la guerre, lui était largement ouvert. Le retour de l'Alsace-Lorraine à la France causait donc un grave préjudice au commerce belge et c'est cette situation qui fût réglée à l'avantage de la Belgique le 10 avril 1921.

M. Baudhuin évalue à 7 millions de tonnes les marchandises traversant annuellement le pays. Le coût du transport, de la manutention et les bénéfices de la place d'Anvers pouvant atteindre 50 à 60 francs par tonne, cette créance s'inscrirait donc pour 400 millions.

#### 4° *Les Salaires des ouvriers belges à l'étranger.*

Nous sommes particulièrement bien placés en France pour juger de l'émigration temporaire belge, car celle-ci est presque entièrement dirigée vers notre pays.

Les recensements de 1921 et de 1926 nous fournissent, à ce sujet, d'utiles indications. En 1921, sur 1.550.459 étrangers, il y avait en France 415.546 Belges, soit plus de 25 % (1). En 1926, au contraire, les Belges régres-

---

(1) Seuls les Italiens représentaient un pourcentage supérieur avec 470.873 émigrés.

sent à 352.356 (1) sur un total global de 2.500.000 étrangers. Comme il ne semble pas que le nombre des Belges établis à demeure en France ait sensiblement varié d'un recensement à l'autre, on peut affirmer que cette diminution est imputable au retour en Belgique d'une partie de ces 200.000 travailleurs qui s'étaient engagés chez nous au lendemain de la guerre, surtout comme manœuvres au front français. Selon M. Ronse (2), le nombre de ces émigrants serait tombé à 20.000 en 1924.

Les statistiques officielles ne sauraient tenir compte, ni — parce que dressées vers le début du mois de mars — des « Franschmans », ces ouvriers agricoles qui viennent en France faire la moisson pendant la belle saison ou prendre part aux campagnes sucrières et dont le nombre aurait, croit-on, quelque peu diminué, ni, à plus forte raison, des émigrés d'un jour qui, dans le Nord, traversent quotidiennement la frontière et dont le nombre a dû augmenter encore de 1921 à 1925 avec la crise de la main-d'œuvre française, la prime du change et le développement d'une activité industrielle supérieure à celle d'avant-guerre (3).

Il semble bien, au total, que l'effet de la régression qui frappe les deux premières catégories d'émigrants ait été largement compensé par le progrès de la dernière, et ce, d'autant plus que les ouvriers installés temporairement en France y dépensent leurs salaires pour ne rapporter en Belgique que leurs économies, tandis que les journaliers de Menin, Mouscron et autres villes frontalières belges rapatrient en Flandre, dans le Hainaut et dans la région de la Meuse, un salaire à peu près intégral. En définitive, nous croyons *a priori* pouvoir conclure à une majoration de cet élément de l'actif de la

---

(1) Ils sont donc dépassés à la fois par les Italiens, les Polonais et les Espagnols.

(2) Article de la *Revue Sociale-Catholique*, d'août-septembre 1921, complété par lui-même.

(3) Population du département du Nord : 1911 (dernier recensement d'avant-guerre) : 1.961.780 habitants; 1921 : 1.787.918; 1926 : 1.969 159.

balance belge des comptes au cours des années 1921 à 1925.

En s'arrêtant à des chiffres d'ouvriers et de salaires résultant de divers recoupements, M. Baudhuin donne à la créance belge de cette origine l'aspect suivant:

|                                                        | millions |
|--------------------------------------------------------|----------|
| 30.000 ouvriers du front et agricoles à 6.000 fr. .... | 180      |
| 35.000 émigrants temporaires à 5.000 fr.....           | 175      |
| 80.000 travailleurs des frontières à 6.000 fr. ....    | 480      |
| Total .....                                            | 835      |

soit en chiffres ronds et par prudence 800 millions (1).

#### 5° *Les Dépenses des voyageurs.*

Deux constatations sont, dès l'abord, certaines, c'est, en premier lieu, que les dépenses des étrangers en Belgique excèdent de beaucoup celles des citoyens belges à l'étranger et c'est, ensuite, que les premières se sont beaucoup accrues par rapport à l'avant-guerre. Le trafic de la ligne Ostende-Douvres l'atteste; Ypres et Louvain par les souvenirs de la guerre, attirent de nombreux visiteurs.

Sur ce point, en dehors de tout repère, on se reporte aux dépenses faites par les touristes en France, que M. Pierre Meynial a évaluées à environ 5 milliards pour 1924 et on estime qu'il est extrêmement modéré de porter 800 millions au crédit de la Belgique.

D'autre part, on évalue modestement à 100 millions les dépenses des Belges à l'étranger.

Telle qu'elle résulte des chiffres que nous avons donnés, la Balance Economique des Comptes en 1924 se présente, en Belgique, comme suit:

(1) Il n'y a, en contre partie, que peu d'ouvriers étrangers travaillant en Belgique. Il n'y en a eu un nombre appréciable que dans les mines en 1923 et en 1924, lors de la grande prospérité des charbonnages. Mais, même lors de son maximum, cette dette belge est négligeable vis-à-vis de sa créance de même espèce, car le nombre de ces étrangers ne fut que de 17.000 et ils consommaient sur place la majeure partie de leur salaire.



(millions de francs)

DEBIT

|                                        |        |
|----------------------------------------|--------|
| Importations .....                     | 17.580 |
| Arrérages de la dette extérieure ..... | 500    |
| Voyageurs belges à l'étranger.....     | 100    |
|                                        | <hr/>  |
|                                        | 18.180 |

CREDIT

|                                            |        |
|--------------------------------------------|--------|
| Exportations .....                         | 13.930 |
| Indemnités allemandes de réparations ..... | 500    |
| Revenus des placements à l'étranger .....  | 750    |
| Frets .....                                | 400    |
| Transit .....                              | 400    |
| Ouvriers à l'étranger .....                | 800    |
| Touristes étrangers en Belgique .....      | 800    |
|                                            | <hr/>  |
|                                            | 17.580 |

On se souvient que M. Baudhuin n'avait pu expliquer l'équilibre de la balance des comptes avant guerre qu'en majorant les exportations de 5 %.

Les progrès réalisés depuis l'armistice par le protectionnisme n'ont pu qu'accentuer ses conclusions sur ce point et il a trouvé auprès de plusieurs personnalités confirmation de sa thèse (1).

(1) M. Camille Jacquart, un des premiers statisticiens belges, dans sa brochure sur « Le Commerce extérieur de la Belgique », soutient que les exportations sont sous-évaluées.

Dans la séance du 27 février 1925 de la Chambre des Représentants, M. Wauters, ancien Ministre du Ravitaillement, déclarait à la Chambre qu'à son avis, « les statistiques belges étaient faussées ».

« Il y a peut-être là une différence de 10 ou de 15 % », concluait-il.

Et M. Theunis répondait :

« Il est bien probable qu'en fait, notre balance commerciale est « équilibrée pour la raison donnée par M. Wauters ».

Il en développait les raisons et concluait :

« Il est donc certain que les valeurs déclarées à l'exportation sont « sous-évaluées, et, dans ces conditions, les indications de la statistique relatives aux exportations sont manifestement inférieures à la réalité ».

Enfin, dès avant la guerre, un économiste français, M. René Pupin, avait fait dans son pays une enquête auprès des membres de la Commission des valeurs en douane. Ceux-ci ont été unanimes à reconnaître les lacunes des statistiques officielles; ils ont conclu à la nécessité de relever de 5 à 15 % la valeur des exportations, et de 3 % celle des importations.

Or il suffit de majorer les exportations de moins de 5 % pour que la balance ci-dessus soit en équilibre. La majoration de 15 % accroîtrait la probabilité de cet équilibre ou, si celui-ci était réalisé en deça, rendrait cette balance créditrice. C'est pourquoi M. Baudhuin déclarait :

« Nous croyons pouvoir affirmer que notre balance économique, dans ses éléments permanents et essentiels, n'est plus déficitaire depuis l'année 1923 et que, peut-être même, elle est sérieusement créditrice. Nous ne serions pas étonnés si elle l'était d'un demi-milliard annuellement, ou même d'une somme plus considérable. »

Conclusion qui traduit, en réalité, une moyenne, une résultante, et la morale véritable est celle-ci : à partir de 1924, les plus grandes probabilités existent pour que les transferts de devises dus à la vie normale de la nation ne pèsent plus sur le change.

Cette opinion, les hommes d'Etat et les économistes belges l'ont également professée. L'étranger même y a souscrit, ainsi qu'en témoigne le document suivant extrait d'une revue financière américaine *The Index*, organe de la New-York Trust Co, qui donne à la balance des comptes belges de 1924 une expression qu'il est intéressant de rapprocher de la formule de M. Baudhuin.

#### DEBIT

|                                                        | millions<br>de francs |
|--------------------------------------------------------|-----------------------|
| Marchandises importées payables en 1924 .....          | 17.581                |
| Dépenses de l'Etat à l'étranger pour missions, etc. .. | 15                    |
| Service de la Dette publique belge à l'étranger .....  | 300                   |
| Intérêts sur placements étrangers faits en Belgique .. | 400                   |
| Intérêts s' placements étrangers faits au Congo belge. | 75                    |
| Transport de marchandises par navires étrangers ..     | 100                   |
| Dépenses des touristes belges à l'étranger .....       | 100                   |
| Entretien d'entreprises belges à l'étranger .....      | 50                    |
|                                                        | <hr/>                 |
|                                                        | 18.621                |

CREDIT

|                                                                                | millions<br>de francs |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Marchandises exportées payables en 1924.....                                   | 13.932                |
| Supplément rectificatif pour marchandises non dé-<br>clarées .....             | 1.392                 |
| Remises d'ouvriers belges travaillant à l'étranger....                         | 600                   |
| Dépenses de touristes étrangers, etc., en Belgique....                         | 750                   |
| Placements étrangers dans des entreprises belges...                            | 50                    |
| Remises d'émigrants belges travaillant à l'étranger.                           | 50                    |
| Intérêts et bénéfices provenant de placements belges<br>à l'étranger .....     | 550                   |
| Produits du transit .....                                                      | 600                   |
| Transports de marchandises par navires belges aux<br>frais de l'étranger ..... | 50                    |
| Recettes des réparations en 1924, y compris les pro-<br>duits de la Ruhr ..... | 11.600                |
|                                                                                | <hr/>                 |
|                                                                                | 19.574                |
| Solde créditeur .....                                                          | 953                   |

## CHAPITRE III

### LE BUDGET

Tout de même que la personnalité de M. Theunis donne son empreinte à la période de l'histoire monétaire belge que nous étudions en ce moment, son œuvre budgétaire, plus qu'aucune autre, porte la marque de sa pensée directrice, car c'est certainement à elle qu'il a voué le meilleur de son effort.

Dans l'exposé général du budget de 1925, M. Theunis écrivait : « Au cours des dures années qui ont suivi la guerre, nous avons eu sans cesse l'impression de gravir un côté ; aujourd'hui, le plateau est atteint. »

Avant de suivre cette ascension, éclairons donc de suite les deux extrémités de l'étape en précisant deux de leurs caractéristiques essentielles.

En 1920, un déficit total que les résultats ont fixé à environ 5 milliards et demi ; en 1924, ce déficit réduit à environ 1 milliard et demi (1).

En 1920, le recours à l'emprunt érigé en principe général de couverture des déficits ; en 1924, ce recours, limité, comme avant guerre, à deux cas seulement : conversion ou consolidation de la dette et dépenses de premier établissement.

Si l'on interprète bien les résultats ainsi inscrits sur la borne située, selon M. Theunis, au sommet de la côte, mais qui, en réalité, n'en était que proche, on se con-

---

(1) Pour la première fois depuis la guerre, le budget de 1925 donnait l'impression d'être en écriture sincèrement en équilibre, aussi M. Theunis déclarait-il : « Le budget que nous présentons est cette fois entièrement et solidement en équilibre ». Malheureusement, entre l'intention et l'événement, il y eut encore un fossé. Mais, on comprend qu'après l'effort de la montée, au moment où M. Theunis écrivait ces lignes, il ait pu faire une pareille profession de foi.



vaincra que toute la politique budgétaire de celui-ci a autant tendu à obtenir la disparition du déficit qu'à faire retour aux deux seuls principes sains de la matière; le premier, qui réserve strictement le budget extraordinaire à l'accroissement du capital collectif (peuvent seules, en effet, être payées par l'emprunt des dépenses, qui, une fois faite, ne se renouvellent plus); le second, qui, sous le bénéfice d'évaluations sincères, réclame, en conséquence, l'inscription au budget ordinaire, — celui-ci fût-il décomposé pour ordre en budgets particuliers, — de toutes les autres charges sans exception (1), avec, en contre-partie, des recettes permanentes qui les équilibrent dûment.

Et c'est en le comprenant de la sorte qu'il est possible de souscrire à ce témoignage qu'en rendait encore M. Theunis, « le budget de 1925 est un budget d'aboutissement (2) ».

Pour continuer à nous maintenir sur le plan monétaire, qui est le nôtre, et suivant la formule que nous avons cherché à appliquer antérieurement aux errements des prédécesseurs de M. Theunis, nous essaierons ici de saisir, aux points de vue autant financier que psychologique, les progrès qui ont conduit à cet aboutissement.

On relève d'abord, et des plus méritoires, toute une série d'efforts en quelque sorte extérieurs.

Effort de clarté et d'ordre dans la présentation, en premier lieu. La répartition, pratiquée en 1919 et 1920, des dépenses et des recettes en deux budgets seulement est abandonnée et, dès 1921, le budget déposé par le ministère Delacroix est remarié et décomposé en cinq sections: le budget ordinaire proprement dit; le budget extraordinaire; le budget « des dépenses recouvrables

---

(1) Y compris la dotation d'amortissement sur un nombre d'années convenables des emprunts nés du budget extraordinaire.

(2) La suppression de ce dernier abus qu'étaient les crédits non limitatifs ne fut votée qu'à l'occasion du budget de 1926; mais il faut reconnaître que cette dernière mesure avait été singulièrement préparée et facilitée par l'œuvre propre de M. Theunis.

en exécution du Traité de paix » ; celui des régies et celui du ravitaillement. On y gagnait, en particulier, de pouvoir suivre avec plus d'exactitude et de continuité le « compte-courant des réparations » et la gestion des entreprises publiques.

En 1922, le budget extraordinaire est divisé en deux parties, la première dite « outillage » et la seconde « suites de guerre ». Dans le même ordre d'idées, afin de mieux mettre en relief le résultat financier des régies, on réalisa, dès le budget de 1923, la spécialisation de leurs comptes par nature d'exploitation industrielle. Enfin, en 1925, conformément au projet de loi relatif à l'autonomie des chemins de fer, le budget de cette administration fit l'objet d'une loi spéciale présentée à la législature en dehors du cadre du budget général de l'Etat.

Effort de sincérité ensuite. Les lois des 21 juillet 1921 et 10 juin 1922 instituèrent le contrôle préventif de l'engagement des dépenses par l'organisation d'un corps de comptables placés auprès de chaque ministère, mais indépendants de lui et chargés tant de veiller à l'exactitude des impositions que de s'opposer aux virements ainsi qu'aux dépassements de crédits. Les marchés de fournitures, de travaux ou de transports ne pouvaient recevoir exécution qu'avec visa de l'agent comptable de la dépense et, d'une manière générale, la comptabilité des dépenses engagées s'en trouva disciplinée. On cherchait à atteindre ainsi dans sa source le mal des dépassements de crédits (1). On trouve trace du même esprit dans la détermination, à partir de 1923, par calcul exact, et non par simple évaluation, des charges incombant

---

(1) Dans l'exposé général du Budget pour l'exercice 1925, M. Theunis apprécie lui-même cette mesure comme suit : « Ce contrôle a permis de serrer la vérité budgétaire de plus près, et lorsqu'il se produit encore des dépassements, c'est la plupart du temps que les variations des prix ont eu pour effet de rendre insuffisantes, en cours d'exercice, certaines évaluations faites plusieurs mois auparavant. Mais les dépassements qui en résultent n'ont plus le caractère de ceux qu'on remarquait en 1920 et 1921 et qui rendaient, jusqu'à un certain point, illusoire l'œuvre du législateur ».

aux administrations de la marine, des postes, télégraphes et téléphones.

Puis, voici une série d'efforts réalisés dans l'accélération du vote du budget. Les budgets de 1921 et 1922 avaient été déposés respectivement au début des années 1921 et 1922 seulement. Mais le budget de 1923 fut déposé le 10 octobre 1922 et les suivants, semblablement, dès l'ouverture de la session de fin d'année des Chambres, conformément du moins à l'esprit de la loi du 24 juillet 1900 qui avait fixé ce dépôt à la fin du mois d'octobre.

D'autre part, à partir de fin 1921, M. Theunis renonçant à la présentation du budget en une seule et même loi, source de tant de retards, revint au dispositif traditionnel d'avant-guerre qui soumettait successivement et indépendamment au Parlement l'état des « Voies et Moyens » pour la lui faire voter avant la fin de l'année précédant l'exercice envisagé, puis celui des dépenses de chaque ministère isolément, ce qui permettait la transmission presque sans interruption des budgets par fragments de la Chambre des Représentants au Sénat et ainsi retrouvait-on pratiquement en célérité favorable ce que l'on perdait en unité formelle.

Enfin, même l'ordre de priorité constitutionnel (1) qui obligeait de faire voter d'abord à la Chambre des Représentants toute loi relative aux recettes et aux dépenses de l'Etat ayant été abrogé en octobre 1921, le travail budgétaire à partir du budget de 1922 inclus fut réparti entre les deux Chambres (2) simultanément.

Quant au problème fondamental tel que nous l'avons présenté au début de ce chapitre, c'est-à-dire à l'*assainissement budgétaire* lui-même, on y pourvut par un double rétablissement.

---

(1) Art. 27, § 2 de la Constitution.

(2) Malheureusement, ces diverses initiatives de M. Theunis ne furent guère soutenues par le Parlement, car si, en dehors d'elles, le budget de 1921 avait été voté en août 1921, en dépit d'elles, les budgets de 1922, 1923 et 1924 aboutirent encore tardivement, savoir : en juillet 1922, août 1923 et août 1924.

Dès le projet de budget de 1922 — le premier où il ait été vraiment libre de rompre les attaches avec le passé — M. Theunis annonce son propos : « Toujours dirigé par le même souci, le Gouvernement a décidé de faire supporter désormais par le budget ordinaire, en raison de leur permanence ou de la probabilité de leur continuité pendant un assez long délai, des dépenses inscrites auparavant à l'extraordinaire. » Et qui mieux est, ce propos, avec un esprit de suite qui ne se relâchera pas, il le développe d'année en année, jusqu'au résultat que l'on sait. Ainsi voit-on successivement s'extirper du budget extraordinaire ou du budget des dépenses recouvrables des frais qui y avaient pris racine et s'annuler des recettes compensatoires de réparations.

En 1921, début modeste, 6 millions. En 1922, 51 millions correspondant aux intérêts et à l'amortissement afférents à la part d'emprunt à prime ayant servi à retirer de la circulation des billets de la Banque Nationale de Belgique à concurrence d'une somme de 300 millions de francs et surtout à des dépenses d'ordre social (1). En 1923, 124 millions représentant pour la très grande partie la charge du retrait des marks (2) et, pour le solde, la consolidation de l'aide apportée aux Communes pour les dépenses d'alimentation et de secours exposées par elles en 1919 et 1920 ainsi qu'une bonification due à la Banque Nationale de Belgique pour certains frais entraînés pour elle par la substitution de ses billets aux marks. En 1924 (3), 153 millions, au moment où cette

---

(1) Mesures de prophylaxie de la tuberculose et des maladies vénériennes, service et organisation sanitaires résultant des événements de guerre, encouragement aux institutions ayant pour but le placement gratuit des travailleurs, services médico-pharmaceutiques des associations mutualistes.

(2) La recette compensatoire antérieurement prévue disparaît en même temps du budget des Voies et Moyens.

(3) Dans ses déclarations à la Chambre, en février et mars 1924, M. Theunis révèle que le Gouvernement doit envisager le pire, c'est-à-dire la carence de l'Allemagne, et la possibilité de faire face provisoirement, par ses propres moyens, aux dépenses de réparations. Ce qu'il voulait obtenir, c'est que « le pays couvre par ses recettes ordinaires la totalité des intérêts des capitaux empruntés pour la restauration et pour les pensions aux victimes militaires et civiles



politique prend toute son ampleur, c'est-à-dire lorsqu'il devint évident qu'il faudrait transiger avec l'Allemagne sur les réparations et que l'expression : « Sommes avancées pour le compte de l'Allemagne » était dénuée de signification pratique. Ces 153 millions comprenaient toutes les dépenses suites de guerre et notamment l'indemnité de vie chère figurant à l'ordinaire, en même temps que l'abandon au budget des Voies et Moyens de plus de 477 millions de recettes d'origine allemande consolidées près de 8 milliards d'emprunts affectés à la réparation des dommages. Enfin, dans le projet de budget de 1925, des recettes normales seules assurent toutes les dépenses permanentes de l'Etat, toutes les charges de pensions et de la dette, quelle qu'en soit l'origine ; donc, en particulier, du chef des réparations. L'effort recevait son couronnement : le budget extraordinaire ne comprenait plus que des dépenses non renouvelables et le budget recouvrable que les dépenses de reconstitution proprement dites.

Toutes les dépenses permanentes, et notamment les intérêts de tous les emprunts contractés figurent, par conséquent, dorénavant au budget ordinaire.

Par cette politique persévérante « des Incorporations à l'Ordinaire », *leitmotiv* des exposés budgétaires de M. Theunis, dont tout l'objet était de faire couvrir des dépenses permanentes par des recettes permanentes, la Belgique amortissait ses « créances douteuses », suivant l'heureuse expression de M. Theunis, dans le discours qu'il prononçait, le 25 octobre 1924, à l'occasion du cinquantième anniversaire de la Caisse des Reports et Dépôts. Ce même jour, il jalonnait la côte qu'il avait montée. « Nous avons ainsi passé du budget ordinaire

---

« de la guerre » ; c'est que « en dehors des dépenses d'administration de l'Etat et du budget de la dette publique, la Belgique organise la couverture, par ses propres ressources, de l'entièreté des charges permanentes du budget des réparations assumées pour compte de l'Allemagne, ce qui représente une charge annuelle de 1.200 millions environ ». En conséquence, M. Theunis allait jusqu'à envisager une réduction des indemnités allouées ou à allouer aux sinistrés.

« de 1922 la charge d'un capital de 830 millions ; au budget de 1923, la charge d'un capital de 2.800 millions ; au budget de 1924, la charge d'un capital de 12 milliards, et au budget de 1925, de 20 milliards. » N'étaient-ce pas là précisément les lourds sacrifices envisagés par la Conférence financières de Bruxelles de 1921 ?

Semblablement le budget du Ravitaillement finit par apparaître dans tout son débordement et il fut liquidé en 1925. De quel poids mort il délivra l'Etat, on l'appréciera suffisamment quand on saura qu'il laissa derrière lui une perte de 850 millions en chiffres ronds.

Le second rétablissement consista à résorber le Déficit en diminuant les dépenses et en augmentant les recettes.

La réorganisation entière du pays après l'occupation, la liquidation de la guerre, ses conséquences financières, fiscales, sociales et autres entraînèrent progressivement une très importante extension administrative. Normalement, cette catégorie de dépenses, nous l'avons dit, obéit à une loi d'accroissement continue. La guerre lui a communiqué une accélération brusque. Après avoir été de 29.000 en 1919 (1), le nombre des fonctionnaires finit par approcher de 50.000 en 1922 (2). Une « Commission

---

(1) Toujours non compris le personnel des Régies.

(2) Entre les arrêtés de 1919 et celui du 25 décembre 1924, aucune mesure d'ensemble n'avait été prise en faveur du traitement des fonctionnaires. D'où un déséquilibre qui s'était fortement accentué au cours des années. L'espoir de voir les prix baisser étant difficilement admissible en 1924, le Gouvernement se décida à opérer « la péréquation des traitements » qui n'était pas seulement un ajustement, par égalisation des situations similaires, mais, également, une augmentation en rapport avec la dépréciation de la monnaie. Le système de l'arrêté royal du 25 décembre 1924 peut se résumer comme suit : le traitement principal se compose de deux parties, une partie fixe, déjà sensiblement augmentée par rapport à l'avant-guerre et une partie mobile qui varie d'après l'indice simple des prix de détail. En dehors du traitement, il y a des indemnités accessoires, savoir : une indemnité familiale et une indemnité de résidence pour les fonctionnaires habitant les agglomérations des grandes villes.

Cette péréquation, qui avait un effet rétroactif du 1<sup>er</sup> juillet 1924, a coûté au total à l'Etat plus de deux cents millions. Au moment où elle a été établie, elle avait bien ajusté les traitements à la dépréciation de la monnaie. La condition des fonctionnaires avait été si mauvaise qu'on a pu remarquer une diminution sensible de la natalité parmi ceux-ci : la moyenne correspond à un enfant par ménage.

technique pour l'étude des services administratifs de l'Etat » composée de membres étrangers à l'administration et à la politique, fut chargée d'étudier les mesures de réorganisation administrative et de réduction de fonctionnaires. Malgré les difficultés pratiques d'une semblable entreprise, qui, parfois ne suppose rien de moins que la réforme des institutions elles-mêmes et, bien que les programmes de compression de personnel soient toujours à retardement, le nombre des fonctionnaires tomba à 44.500 en 1924 et, en cinq ans, la réduction des dépenses fut d'environ 30 % (1), compte tenu de la dépréciation du franc. En dehors des services nouveaux que la guerre avait mis normalement à la charge de l'Etat (emprunts, pensions, aéronautique, chars d'assaut, etc.), soixante-dix lois votées en Belgique après l'armistice dans l'enthousiasme du moment et qui avaient eu pour effet d'accroître les charges de l'Etat de façon souvent progressive avec le temps, ont mis obstacle à un décongestionnement plus complet. Il n'en reste pas moins constant que l'opinion publique a continué à réclamer la poursuite d'une sévère politique d'économies.

L'augmentation des recettes se poursuivait parallèlement par l'aggravation des impôts.

Dans la catégorie des impôts directs, toute une série de lois vinrent renforcer le rendement des impôts sur le revenu (2). La loi du 28 août 1921 créa un impôt annuel de 5 % sur le mobilier, dont l'assiette annuelle est déterminée par une déclaration du contribuable.

Dans la catégorie des impôts indirects, en 1921, les innovations et les relèvements de tarifs furent impor-

---

(1) Sur les bases du pouvoir moyen d'achat du franc belge en 1924, le total des dépenses est le suivant :

|                        |        |
|------------------------|--------|
| 3.070 millions en 1921 |        |
| 4.212                  | — 1922 |
| 3.711                  | — 1923 |
| 2.293                  | — 1924 |
| 2.187                  | — 1925 |

(2) Lois des 20 août 1921; 26 juin, 12 et 16 juillet 1922; 28 mars 1923; 28 février, 17 mars, 8 août 1914.

tants. La loi du 28 août 1921 institua une taxe dite de « transmission » de 1 %, qui est la sœur de notre taxe sur le chiffre d'affaires, et qui porte sur toute cession de marchandises ou objets meubles quelconques, à l'exception des denrées alimentaires de première nécessité (1). Elle fut elle-même complétée par une taxe de luxe de 5 %. Création, également, d'une taxe spéciale sur les jeux et, par ailleurs, relèvements des taxes sur les tabacs fabriqués, des tarifs douaniers sur certains objets de luxe et, en particulier, du maximum du coefficient de majoration général, qui est porté à 6; de plusieurs droits de timbre (sur les opérations de bourse notamment) et d'enregistrement. En 1922, aucun impôt nouveau quelque peu important n'est à enregistrer. En 1923, les droits d'accise sur le sucre et les droits de douane sur les tabacs, la taxe sur les automobiles furent renforcés ainsi que les droits de timbre, d'enregistrement, d'hypothèques et de succession; la taxe de luxe étendue. Un droit de facture de 1 % vit le jour, de même qu'une taxe sur les allumettes. L'année 1924 fut marquée par la réforme de la législation douanière, les tarifs, d'une manière générale, étant accrus. Fut également augmentée la taxe sur les alcools.

En résumé, de 1921 à 1925, la législation fiscale avait porté à peu près dans la même proportion sur les impôts directs et indirects.

Cependant, M. Theunis avait intimement conscience que ce qu'il nommait « plateau » n'était qu'un palier et que pour « aboutir » il restait une dernière montée à franchir. Dès la déclaration ministérielle de son troisième Cabinet, en mars 1924, il avait annoncé son intention de créer 400 millions de ressources fiscales nouvelles et dès juin 1924, il déposait des projets propres à en assurer une première tranche de 120 millions dont il faisait état dans son projet de budget de 1925. Cela

---

(1) Sont exemptées les ventes faites dans le commerce de détail, ainsi que les produits destinés à l'exportation.



causa beaucoup d'émotion. Mais le Parlement fut dissous le 7 mars 1925 sans avoir eu à se prononcer à leur sujet et sans avoir même voté tous les budgets.

Malgré les réserves dont il convient de l'entourer et que nous avons antérieurement formulées, nous sacrifierons à la tradition qui résume dans des états de la contexture suivante la progression des recettes fiscales d'après les évaluations budgétaires (1).

---

(1) Dans ce tableau ne sont pas compris les impôts spéciaux sur les bénéfices de guerre et les bénéfices exceptionnels.

PRÉVISIONS DES RECETTES FISCALES POUR 1921, 1922, 1923 et 1924  
(millions de francs)

|                                                                       | 1921 | 1922  | 1923 | 1924  | Augment. en 1924<br>par rapport<br>à 1913 |     |      |       |          |
|-----------------------------------------------------------------------|------|-------|------|-------|-------------------------------------------|-----|------|-------|----------|
| Contributions directes .....                                          | 679  | 47,9  | 717  | 39,2  | 723                                       | 36  | 946  | 34    | 1.261,3% |
| Taxes de consommation :                                               |      |       |      |       |                                           |     |      |       |          |
| Droits de douane .....                                                | 211  | 14,9  | 260  | 14,2  | 384                                       | 19  | 425  | 15,2  | 508,6%   |
| Droits d'accise .....                                                 | 222  | 15,7  | 245  | 13,4  | 260                                       | 13  | 353  | 12,6  | 294,0%   |
| Droits d'enregistrement, timbres,<br>successions, hypothèques, etc... | 304  | 21,5  | 605  | 33,2  | 644                                       | 32  | 1064 | 38,2  | 1.237,2% |
|                                                                       | 1416 | 100,0 | 1827 | 100,0 | 2011                                      | 100 | 2788 | 100,0 | 794,3%   |

En conclusion de ces divers exposés, et afin de continuer à donner une vue d'ensemble sur les budgets d'après-guerre de la Belgique, ce qui importe seul au point de vue monétaire (1), nous grouperons dans un tableau semblable à celui que nous avons donné dans notre première partie, les résultats provisoires, mais néanmoins très proches de définitifs, des exercices 1920 à 1924 (2).

---

(1) Outre que l'étude individuelle de chaque budget ne relève pas de notre travail, il est d'autant plus légitime de ne s'attacher qu'à leurs résultats que les divers budgets ne se sont pas suffi à eux-mêmes et, ont dû être complétés par tout un jeu de crédits complémentaires.

(2) Afin de dégager le résultat véritable de chaque exercice, on n'a pas compris dans le total des recettes du budget extraordinaire, le produit des emprunts consolidés. Ces ressources n'ont pas, en effet, servi uniquement à couvrir les dépenses extraordinaires d'un exercice donné; elles étaient destinées à couvrir dans l'ensemble, l'excédent des dépenses sur les recettes des divers exercices.

(millions de francs)

## RÉGIES

|                                                  | Ordinaire    | Extraord.    | Dép. Recouv. | Expl. it.   | 1 <sup>er</sup> Etabl. | Ravitaillem. | Total         |
|--------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|------------------------|--------------|---------------|
| 1921                                             |              |              |              |             |                        |              |               |
| Recettes .....                                   | 2.179.206,6  | 116.496,8    | 455.109,3    | 1.130.493,3 | »                      | 1.311.115,2  | 5.192.424,2   |
| Dépenses .....                                   | 2.439.591,6  | 1.177.800,8  | 2.197.831,9  | 1.246.318,5 | 255.744,8              | 1.081.703,9  | 8.398.931,5   |
| Balance .....                                    | -260.382,0   | -1.061.304,0 | -1.742.722,6 | -115.825,2  | -255.744,8             | +229.411,3   | -3.206.567,3  |
| 1922                                             |              |              |              |             |                        |              |               |
| Recettes .....                                   | 3.205.097,2  | 963,6        | 1.475.937,0  | 1.316.840,1 | »                      | 44.812,7     | 6.043.650,6   |
| Dépenses .....                                   | 2.923.693,1  | 1.564.088,2  | 2.484.104,3  | 1.264.531,4 | 177.302,3              | 24.223,7     | 8.437.943,0   |
| Balance .....                                    | +281.404,1   | -1.563.124,6 | -1.008.167,3 | +52.308,7   | -177.302,3             | +20.589,0    | -2.394.232,4  |
| 1923                                             |              |              |              |             |                        |              |               |
| Recettes .....                                   | 4.168.428,5  | 4.141,9      | 1.517.869,5  | 1.473.273,7 | 176,9                  | 4.846,2      | 7.163.736,7   |
| Dépenses .....                                   | 3.614.660,5  | 1.019.622,3  | 2.506.435,6  | 1.472.223,1 | 239.986,5              | 4.740,0      | 8.857.668,0   |
| Balance .....                                    | +553.768,0   | -1.015.480,4 | -988.566,1   | +1.050,6    | -239.809,6             | +106,2       | -1.688.931,3  |
| 1924                                             |              |              |              |             |                        |              |               |
| Recettes .....                                   | 4.132.868,8  | 16.679,0     | 1.964.423,9  | 2.011.814,8 | 716,2                  | 8.430,5      | 8.134.933,2   |
| Dépenses .....                                   | 4.076.044,2  | 451.226,3    | 2.868.272,8  | 2.143.753,0 | 337.557,6              | 5.067,0      | 9.880.920,9   |
| Balance .....                                    | +57.824,6    | -434.547,3   | -903.848,9   | -131.938,2  | -336.841,4             | +3.363,5     | -1.745.987,7  |
| Totaux des balan-<br>ces de 1919 à<br>1924 ..... | -2.534.063,9 | -5.152.985,8 | -9.118.551,3 | -851.924,9  | -1.258.955,1           | -841.630,3   | -19.758.111,3 |



Le tableau provisoire des comptes budgétaires des exercices 1919 à 1924 s'établit donc comme suit :

|                    |              |
|--------------------|--------------|
| Dépenses .....     | 52.840.981,3 |
| Recettes .....     | 33.082.870,0 |
| Déficit total..... | 19.758.111,3 |

Il se trouve que l'état au 30 juin 1924 (1) des charges que la guerre a imposées à la Belgique s'élève à un montant sensiblement égal. Cet état se résume, en effet, ainsi (millions de francs) :

|                                                                                                                                                       |        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|
| a) Dommages financiers (contributions imposées à la Belgique pendant l'occupation, intérêts des emprunts contractés pour la restauration, etc.) ..... | 5.784  |
| b) Reconstitution des propriétés privées.....                                                                                                         | 8.173  |
| c) Reconstitution du domaine public (chemins de fer, ponts, routes, etc.) .....                                                                       | 3.994  |
| d) Dommages aux personnes (invalides, etc.) .....                                                                                                     | 1.035  |
| e) Dépenses des armées d'occupation.....                                                                                                              | 726    |
| f) Dépenses effectuées avant l'armistice (assistance aux prisonniers et aux familles de mobilisés).....                                               | 938    |
| Total.....                                                                                                                                            | 20.650 |

On doit conclure de ce rapprochement qu'incontestablement c'est toute la matière des réparations qui a pesé sur les budgets belges. Incontestablement, de même, le Reich allemand, en tant qu'agresseur en 1914, en est moralement pleinement responsable; mais, en tant que réparateur pécuniaire, sa carence, si coupable soit-elle, ne saurait être ici retenue que dans la mesure où ses versements ont été inférieurs à ceux qui résultaient des possibilités techniques, telles, par exemple, qu'elles pouvaient être dégagées par un système comme le plan Dawes. Carence allemande dans cette limite et, pour le surplus, insuffisante compréhension du problème des réparations par les Gouvernements ou, si l'on préfère,

---

(1) Exposé général du budget de l'exercice 1925.

par les peuples alliés, voilà les principales *causes d'ordre externe des déficits budgétaires* belges d'après-guerre.

*Des causes d'ordre interne* s'y sont, en outre, superposées, telles que celles qui sont contenues dans les budgets spéciaux (régies, ravitaillement) ci-dessus visés, les nombreuses lois sociales votées au lendemain de la guerre, l'abus du fonctionnarisme et, d'une manière générale, dans tous les excès auxquels conduisait la pente glissante des circonstances, mais qui sont incompatibles avec une saine gestion financière et monétaire.

*Dans l'un et l'autre ordre*, enfin, la dépréciation monétaire qu'on ne parvenait pas plus à devancer dans les évaluations qu'à enrayer en soi exerçait son action pernicieuse de budget en budget. Les meilleurs efforts d'économie eux-mêmes restaient vains devant la hausse des prix, conséquence de la chute du franc.

Quant au projet de budget de 1925, nous en donnons, tel qu'il sortait des mains de M. Theunis, la récapitulation suivante :

## BUDGETS

## RECETTES

## DEPENSES

## EXCEDENTS

des recettes des dépenses

Francs

Francs

Francs

Ordinaire .....

4.268.007.488 » (1)

4.246.621.057 70 (2)

21.386.430,30

Extraordinaire .....

109.721.500 »

621.418.659 »

311.697.159

Recouvrable .....

976.707.630 »

976.707.630 »

»

Marine, Postes et Télégraphes :

1° Dépenses d'exploitation (3).....

340.004.500 »

365.222.306 »

25.217.806

2° Dépenses de premier établis-

sement .....

3.284.000 »

260.290.850 »

257.006.850

5.697.725.118 »

6.470.260.502 70

21.386.430 30

Excédent des dépenses.....

772.585.384 70

(1) Y compris 120 millions d'impôts restant à voter.

(2) Y compris une somme de 210 millions pour la péréquation des traitements et des pensions.

(3) Y compris une somme de 40 millions pour la péréquation des traitements.

Cet état prouve qu'en matière budgétaire, ainsi que nous l'avons déjà laissé entendre, le dernier mot n'était pas encore dit. Mais si nous avons su en marquer l'évolution, si nous avons fidèlement reflété la continuité de l'effort qui s'y est réalisé sous l'inspiration de M. Theunis et qu'il appréciait lui-même, en mars 1925, en citant cette parole de Guizot : « Il n'est peut-être jamais donné « à l'homme d'atteindre le but qu'il s'est assigné ; sa « gloire est d'y marcher » ; si, enfin, nous avons dûment caractérisé le stade final de l'étape, on ratifiera l'attestation que ce donnait le Ministre des Finances en ces termes :

« Aujourd'hui, l'étape parcourue avec une vaillance qui « ne s'est jamais ralentie montre que si le pays continue « à le vouloir fermement, son salut, pour autant qu'il « dépende de lui, n'est désormais plus douteux. »

En même temps, l'on sera certainement d'accord pour reconnaître qu'aucun jugement plus confirmatif, à la fois, et plus exact ne pouvait être porté sur l'œuvre méritoire de M. Theunis que celui exprimé, dans la séance du 5 janvier 1925 de la Société Française d'Economie Politique, par M. Janssen qui allait précisément, peu de mois après, succéder à celui-ci et hériter, en conséquence du budget de 1925. « Ce qui est acquis », disait M. Janssen « c'est qu'un immense progrès a été réalisé ; l'impression de sécurité que l'on ressent est d'autant plus « agréable que l'on se rend mieux compte du danger que « nos finances ont côtoyé de si près. Qu'il reste encore « beaucoup à faire, j'en suis convaincu, mais que le « budget belge soit sauvé, c'est également ma profonde « conviction. »

Or, le salut du budget préparait le salut du franc belge.



## CHAPITRE IV

### LA DETTE PUBLIQUE

Quels qu'aient été les efforts de M. Theunis, les déficits budgétaires n'avaient cessé de sévir d'une manière continue depuis la fin de la guerre et, ayant leur origine dans des causes dont on ne réussit à s'affranchir qu'au prix du temps, ces déficits accumulés finirent par atteindre les quelque 20 milliards que nous avons dits.

Une inflation étatiste et l'endettement public en étaient les deux seules rançons. La Belgique, ayant été assez sage et énergique pour s'interdire la première, la seconde en fut accrue d'autant, et cela est si exact que, insistons-y, tous les emprunts intérieurs et extérieurs émis en Belgique après la guerre l'ont été pour couvrir, dans l'ensemble, l'excédent des dépenses sur les recettes de tous les exercices successivement.

C'est l'histoire de ce nouvel accroissement de dette que nous nous proposons de faire dans ce chapitre, toujours sous les traits essentiels de son aspect monétaire.

On fut porté à penser que la généralité de leur objet était de nature à nuire aux résultats des emprunts d'Etat à long terme et comme la réparation des régions dévastées restait œuvre urgente, on spécialisa les appels au crédit grâce à un organisme qui eut pour principale mission de s'adresser au public dans ce but de reconstruction et qui remplit l'office de personne interposée.

*La Fédération des Coopératives pour Dommages de*

*Guerre* (1), par la loi du 2 janvier 1921 et l'arrêté royal du 3 janvier 1921, fut habilitée à émettre un emprunt à lots d'un milliard, d'une durée de quatre-vingt-dix ans, au taux nominal de 4 % (2). L'Etat en garantissait l'intérêt et l'amortissement et les allocations aux sinistrés étaient accordées en sa décharge, conformément à la législation sur la matière.

Le poids des déficits accumulés depuis la guerre était tel qu'en vue expressément de l'alléger, l'Etat lui-même dut, quand même, recourir de nouveau à un appel direct au crédit. Un *troisième emprunt Consolidé* — et dit de « Consolidation » — vint s'ajouter à ceux que nous avons rencontrés en 1919 et 1920. Il était perpétuel et fut émis, en vertu de la loi du 30 juillet 1921 (3) et de l'arrêté royal du 14 septembre 1921 au taux nominal de 6 %, mais effectif de 6,06 %, car il était offert en souscription à 99 francs pour 100 francs.

Bien qu'habilement dissimulés au moment des émissions derrière des taux nominaux plus modestes, les taux effectifs des trois emprunts consolidés, émis depuis la guerre, n'en allaient pas moins en croissant (4), ce qui dénotait la baisse du crédit de l'Etat et, de fait, aucun d'eux n'épuisa les facultés qu'il tenait de la loi, si bien que chacun fut prolongé par l'émission « d'obligations » du même type absorbées par le public au jour le jour

---

(1) Le rôle financier de la Fédération des Coopératives pour dommages de guerre était de se substituer à l'Etat pour payer en espèces les indemnités dont le total ne dépassait pas 15.000 francs ou sou-mises à emploi, mais en dehors des dommages industriels et commerciaux relatifs aux entreprises dont la valeur en 1914 dépassait 100.000 francs.

(2) Taux effectif 5,82 % les titres étant souscrits à 200 francs pour 250 francs.

(3) Cette loi a abrogé en même temps les autorisations d'emprunts accordées par les lois des 14 mars 1919 et 27 janvier 1920, sauf en ce qui concerne la partie des emprunts dont la négociation a été autorisée, d'une part par les arrêtés royaux des 20 mars, 24 juin et 16 septembre 1919, d'autre part par ceux des 27 janvier et 15 mars 1920 émis en exécution de ces lois.

(4) 5,25 — 5,44 — 6,06 %.

ou même remises aux fonctionnaires en paiement d'arriérés de traitement.

En outre, le gouvernement, pour se procurer des liquidités, vendit, par la suite, en Bourse, ceux des titres qu'il n'avait pu originellement placer.

Enfin, un *emprunt Extérieur* de 30 millions de dollars à 8 % fut contracté aux Etats-Unis en vertu de l'arrêté royal du 21 janvier 1921 pour les besoins généraux de la Trésorerie. Il rencontra d'ailleurs un plein succès et fut couvert dans la seule journée du 24 janvier.

Tels sont les trois grands emprunts qui ont marqué le début de la « période Theunis ».

En 1922 et 1923, la *Fédération des Coopératives de Guerre* émit deux nouveaux emprunts à lots de quatre-vingt-dix ans et d'un milliard chacun; le premier, en vertu d'un arrêté royal du 8 avril 1922, au taux nominal de 5 % (1); le second, en vertu d'un arrêté royal du 11 mai 1923, au taux nominal de 5 % (2). Les trois emprunts de la Fédération des Coopératives de Guerre furent facilement couverts, car ils eurent la faveur de la petite épargne; il est juste d'ajouter que ces émissions furent toutes appuyées par le Consortium des Banques belges, qui même, prit ferme le dernier.

Bien entendu, les emprunts consolidés n'ont pas suffi et il fallut cultiver le *marché des capitaux à Court et Moyen Terme*.

A côté de cette dette consolidée se développa donc toute une dette flottante dont nous avons vu l'origine dans les Bons à affectation spéciale tels que ceux de la « Restauration monétaire » ou de la « Dette interprovinciale » et dans les Bons de Trésorerie générale tels

---

(1) Taux effectif de 5,72 %, les titres étant souscrits à 24 fr. 50 pour 250 fr. Prime de remboursement de 50 francs.

(2) Taux effectif 5,75 %, les titres étant souscrits à 492 fr. 50 pour 500 francs. Prime de remboursement de 50 francs.

que les « Bons escomptés ». D'autres Bons similaires furent créés par la suite, également soit à affectation spéciale, tels ceux qui eurent pour objet de drainer le solde des marks restés en circulation dans les cantons d'Eupen et de Malmédy (1), soit à destination générale, tels que les Bons du Trésor 5 % à dix ans institués par arrêté ministériel du 20 septembre 1922 et émis pour 770 millions (2).

Il n'entre évidemment pas dans le cadre de cette étude de suivre les évolutions diverses de tous ces Bons, les échanges des uns à leurs échéances contre de nouveaux types, l'émission des autres à concurrence de la partie non souscrite des emprunts à long terme ou pour combler les déficits budgétaires, jeu complexe où la variété des titres n'était surpassée que par leur quantité et dont, au point de vue monétaire, le résultat seul importe. A cet égard, il nous suffira de déclarer dès maintenant qu'aucun programme ne présida jamais à l'aménagement de la dette flottante, de telle sorte qu'en particulier les échéances, en l'absence de toute règle, se répartissaient fortuitement et d'une manière continue sur les années à venir.

En fait, les appels que le Gouvernement fit de 1919 à 1923 au marché intérieur des capitaux à long et court terme furent continus. De l'avis exprimé par Mr. Janssen dans sa conférence à la Société d'Economie politique que nous avons déjà citée, ceux-ci « ont été tellement répétés qu'ils ont dépassé la capacité d'épargne » du pays et affaibli les bases du marché des capitaux « et, par répercussion, du marché monétaire ». Les errements auxquels on s'était attaché faisaient perdre de vue les facteurs monétaires qui, en 1923 et 1924, ont fini par agir d'une façon si troublante sur l'économie nationale : l'Etat n'avait que trop emprunté

---

(1) Loi du 28 mars 1923.

(2) Dans les chiffres que nous produirons ultérieurement, ces Bons sont compris dans la dette consolidée.



pour un pays aussi appauvri qu'était la Belgique après quatre années d'occupation allemande.

Tous ces capitaux étaient consommés par les besoins de l'Etat ou immobilisés pour la reconstruction du pays. Or, la destruction ou le blocage du fonds de roulement constitue l'un des plus graves dangers qu'un pays, au même titre que l'industrie, puisse encourir financièrement. Si la confiance publique fléchit, que ne peut-il advenir en effet, en pareil cas, de la Trésorerie et de la devise nationale ?

Précisément une crise de confiance commença à sévir dans le courant de 1923. Alors que les crédits particuliers se distribuèrent avec l'abondance que nous avons dite, l'Etat, lui, ne parvenait plus à emprunter : d'emprunt intérieur à long terme, il ne pouvait être question après le demi échec de ceux qui avaient été entrepris dans les temps pourtant meilleurs ; la saturation de la dette flottante elle-même était atteinte, car pratiquement elle ne procurait plus d'argent frais au Trésor ; enfin les marchés extérieurs en état de fournir des capitaux, Londres et New-York, observaient une complète réserve devant la politique de la Ruhr et dans l'attente du rapport des experts sur les réparations. On ne peut douter que l'inflation des crédits privés ait eu parmi ses causes et la désaffection du public pour les titres d'Etat (1), comme d'ailleurs pour toutes les valeurs à revenu fixe, et les difficultés financières elles-mêmes de l'Etat qui, par leur participation à la dégradation continue de la monnaie, contribuaient à surexciter la nervosité des affaires.

Assurément cette situation embarrassée réclamait la politique de limitation des dépenses extraordinaires à couvrir par des capitaux d'emprunt que nous avons définie au chapitre précédent. Comme elle était en voie progressive de réalisation, ce n'était déjà plus l'équilibre budgétaire qui était au premier degré, mais le problème de la Trésorerie. On ne pouvait pourtant pas

---

(1) Le 3 % était tombé à 49,50 et le 6 % à 86,50.

se borner à la gestion du budget des recettes et dépenses ordinaires et différer jusqu'à nouvel ordre la liquidation des dommages de guerre, ce qui eût vivement ému l'opinion ; non plus que suspendre les entreprises en cours, ce qui eût conduit à des procès en dommages et intérêt ; ni retarder l'extension des Chemins de fer tant en Belgique qu'au Congo, ce qui eût pu provoquer une certaine crise de transport, ni plus généralement, reporter toutes les autres charges de même ordre. N'eût-ce pas été un aveu de demi-faillite que de les laisser en souffrance ? Et de quel effet sur le franc.

En attendant les rentrées de la Ruhr, un emprunt de 400 millions de francs français fut conclu en Août 1923 auprès de l'Associée de la Ruhr, c'est-à-dire à Paris (1). De même des crédits de 10 millions de francs suisses, 600.000 livres sterling et 1 million de dollars ouverts en Suisse en Janvier 1924, procurèrent des disponibilités permettant de ne pas aggraver la tension des changes et alimentèrent le Trésor qui, depuis Juin 1923, dernière échéance des Bons remis en paiement par le Gouvernement allemand à la suite de l'accord d'Août 1922, n'avait plus reçu de versement du chef des réparations à l'exception de quelques livraisons en nature.

On ne jugea pas opportun de lancer en 1924 un quatrième emprunt de la Fédération des Coopératives de Guerre. On entra, en effet, alors vis-à-vis des dommages de guerre dans l'ère des restrictions, car les dernières illusions sur les possibilités de paiement de l'Allemagne s'étaient évanouies.

Lorsque l'adoption du plan Dawes eut mis fin au premier acte des « Réparations », le marché américain s'ouvrit de nouveau à la Trésorerie belge. Le 2 Septembre, un emprunt de 30 millions de dollars à 6 1/2 % de 25 ans, autorisé par arrêté royal du 18 août 1924,

---

(1) Emission à 98 francs pour 100 francs. Taux 4,5 %. Durée 20 ans.

était lancé aux Etats-Unis, pour consolider la dette flottante commerciale de 26 millions et demi de dollars contractée en 1920, et, revirement caractéristique, couvert avant l'expiration des délais de souscription.

En même temps, la Belgique prenait courageusement sa part de 1 million et demi de livres dans l'emprunt extérieur allemand, comprenant que, du succès de cet emprunt, dépendait le paiement régulier des réparations et l'ouverture du marché américain à des emprunts belges (1).

Et, de ce fait, le 18 décembre 1924, elle concluait à *New-York un nouvel emprunt* de 50 millions de dollars à 6 %, de trente ans, avec l'intention d'y placer peu après un second de même importance, ce qui se fit le 1<sup>er</sup> juin 1925. Le projet de loi déposé le 18 décembre 1924 précisait l'affectation de ces ressources. Cinquante pour cent se substituait à un capital correspondant représenté par des titres de dommages de guerre échéant le 1<sup>er</sup> janvier 1925. La *Société Nationale de Crédit à l'Industrie*, dont il a été question dans notre premier chapitre sur la Dette Publique, avait, en effet, épuisé ses disponibilités à escompter pour deux milliards de titres de dommages de guerre, dont le remboursement lui était promis pour le 1<sup>er</sup> janvier 1925.

Pour assurer ce remboursement, comme pour restituer cette Société à sa destination première, qui est de faciliter, par le crédit, les exportations industrielles, le Gouvernement provoqua la création de l'*Association Nationale des Industriels et Commerçants pour la réparation des dommages de guerre* qui devait, en émettant des obligations trentenaires se substituer à la *Société Nationale de Crédit à l'Industrie*. Le resserrement du marché intérieur ne permit pas le placement immédiat

---

(1) Cette participation à l'emprunt extérieur allemand n'avait pas été sans soulever tout d'abord une certaine résistance en Belgique. M. Theunis dut en faire ressortir la nécessité et, par une de ces comparaisons imagées qui lui sont familières, il déclarait que l'opération consistait à mettre de l'eau dans une pompe pour lui faire donner un plus grand débit.

de ces obligations. Mais la quote-part des emprunts américains que le Gouvernement alloua au premier de ces organismes fournit à celui-ci les moyens de dégager partiellement le second et, pour le complément, il émit, dans le dernier semestre de 1924, 2 milliards d'obligations 6 % (1) dont le produit fut remis à ce dernier.

L'autre moitié des emprunts américains fut utilisée par parts égales au développement économique du Congo et à la constitution d'une réserve de change.

Un dernier mot concernant la *Dette de Guerre belge*.

Il est essentiel, en effet, de noter ici que, les Etats-Unis s'étant refusés à ratifier le Traité de Versailles de guerre belge à la charge de l'Allemagne, a dû être l'article 232 du Traité de Versailles, mettant la dette de guerre belge à la charge de l'Allemagne, a dû être considéré comme nul et non avenu vis-à-vis d'eux, et s'est classé parmi ces arguments d'ordre moral dont l'histoire financière d'après-guerre a suffisamment montré l'infime valeur.

Après un premier mouvement qui, dans l'exaltation de la guerre et l'enthousiasme de la victoire, avait financièrement rangé le pays, par un élan unanime, derrière le Président Wilson, on constata, dès 1921, un revirement presque aussi complet de l'opinion américaine. A la suite d'une campagne de presse des plus actives fut votée la loi du 9 février 1922 qui créait la « World War Foreign Debt Commission ». Cette loi interdisait en même temps d'accepter des obligations allemandes en paiement des dettes interalliées, érigeait en principe que ces dettes devaient être remboursées en principal sous vingt-cinq ans et fixait à 4,25 % le taux minimum de l'intérêt, ce taux étant celui des « Liberty Bonds » américains, c'est-

---

(1) Deux arrêtés royaux des 26 mai et 31 décembre 1924 ont autorisé l'Association à émettre deux emprunts à 6 % au montant respectif de 2 milliards de francs et de 300 millions de francs, soit au total 2.300.000.000 de francs. La loi du 27 mars 1924 a autorisé l'Etat à assumer la charge du remboursement en trente années et du paiement de l'intérêt de ces obligations.



à-dire celui dont le budget des Etats-Unis supporte la charge du chef des emprunts contractés au profit des alliés.

C'est assez dire que, aux diverses dettes de la Belgique, qui viennent d'être énumérées, soit désormais être ajoutée la dette de guerre de ce pays vis-à-vis des Etats-Unis et ceci fait apparaître dès maintenant un chiffre nouveau de l'ordre de 171.780.000 dollars.

Cependant, nous n'en tiendrons pas compte dans nos états, tant qu'il n'aura pas été soumis à discussion et qu'un statut ne lui aura pas été donné.

\*  
\*\*

Au stade de la présente étude sur la Dette publique, où nous sommes parvenu, il devient utile de nous résumer et de nous compléter par des chiffres.

A) En calculant les dettes extérieures au cours du 30 septembre 1924, le montant des engagements au 30 septembre de chacune des années qui ont suivi l'armistice est le suivant :

|                        | francs         |
|------------------------|----------------|
| 30 septembre 1919..... | 25.470.000.000 |
| 30 septembre 1920..... | 31.000.000.000 |
| 30 septembre 1921..... | 37.026.000.000 |
| 30 septembre 1922..... | 39.502.000.000 |
| 30 septembre 1923..... | 40.485.000.000 |
| 30 septembre 1924..... | 40.684.000.000 |

Par période annuelle, l'accroissement ressort à :

|                                                   |   |
|---------------------------------------------------|---|
| Pour 1919-1920 à 5,5 milliards en chiffres ronds. |   |
| Pour 1920-1921 à 6,0                              | — |
| Pour 1921-1922 à 2,5                              | — |
| Pour 1922-1923 à 1,0                              | — |
| Pour 1923-1924 à 0,2                              | — |

B) D'autre part, M. Theunis, dans l'exposé du budget de 1925, donne le tableau suivant qui fait ressortir le montant par tête d'habitant et en francs belges, au cours du 1<sup>er</sup> octobre 1924, de la Dette publique par principaux pays :

# PAYS

|                                                               | Date<br>d'évaluation<br>des dettes | Montant<br>de la dette<br>en monnaie du pays<br>(en millions) | Montant<br>de la dette<br>en francs belges<br>(en millions) | Population<br>(en milliers) | Montant<br>de la dette<br>en francs belges<br>par habitant |
|---------------------------------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------|
| Royaume-Unis (non compris<br>l'Etat libre d'Irlande).....     | 31-3 -1924                         | 7.782 livres                                                  | 717.209                                                     | 44.582                      | 16.087                                                     |
| Italie .....                                                  | 31- 5-1924                         | 194.005 livres                                                | 175.575                                                     | 39.612                      | 4.432                                                      |
| France .....                                                  | 31-12-1923                         | 411.534 fr. français.                                         | 450.321                                                     | 39.210                      | 11.485                                                     |
| Etats-Unis .....                                              | 31- 8-1924                         | 21.245 dollars                                                | 437.806                                                     | 110.664                     | 3.956                                                      |
| Allemagne (abstraction faite de<br>la dette réparation) ..... | 31- 7-1924                         | 1.722 mark-or                                                 | 8.455                                                       | 62.607                      | 135                                                        |
| Pays-Bas .....                                                | 1- 1-1924                          | 3.371 florins                                                 | 26.899                                                      | 7.213                       | 3.729                                                      |
| Suisse (confédération et che-<br>mins de fer fédéraux).....   | 31-12-1923                         | 4.699 frs suisses                                             | 18.488                                                      | 3.902                       | 4.738                                                      |
| Belgique .....                                                | 30- 9-1924                         | 40.684 fr. belges                                             | 40.684                                                      | 7.666                       | 5.307                                                      |

C) Enfin, l'état de la dette publique au 31 décembre 1924 s'établit comme suit (milliers de francs) (1) :

### I. — DETTE EXTERIEURE

|                                                                                                                  | Montant    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| A) <i>Consolidée</i> :                                                                                           | —          |
| 1) Dette d'avant-guerre .....                                                                                    | 3.716.136  |
| 2) Dette d'après-guerre .....                                                                                    | 6.146.855  |
| Soit ensemble.....                                                                                               | 9.862.991  |
| B) <i>Indirecte</i> (2) .....                                                                                    | 5.095.815  |
| (Fédération des Coopératives; Association des industriels et commerçants; Obligations garanties du Lloyd Royal.) |            |
| C) <i>Avance de la Banque Nationale</i> .....                                                                    | 5.200.000  |
| D) <i>Flottante</i> :                                                                                            |            |
| Bons du Trésor divers.....                                                                                       | 10.136.502 |
| Total.....                                                                                                       | 30.295.308 |

### II. — DETTE EXTERIEURE

|                                   | Montant en fr.<br>au 31-10-1924 (3) |
|-----------------------------------|-------------------------------------|
| A) <i>Consolidée</i> :            |                                     |
| 1) Dette d'avant-guerre .....     | 737.134                             |
| 2) Dette d'après-guerre (4) ..... | 2.762.475                           |
| Soit, ensemble .....              | 3.499.609                           |
| B) <i>Avances alliées</i> .....   | 3.775.191                           |
| C) <i>Flottante</i> (5) .....     | 1.652.795                           |
| Total .....                       | 8.927.595                           |

(1) Eléments fournis par le *Bulletin de Statistique et de Législation comparée* de Septembre 1926.

(2) Non compris un capital d'un milliard en chiffre rond correspondant aux annuités dues pour le rachat de Chemin de fer et au Crédit Communal, non plus que les avoirs des particuliers en comptes Chèques Postaux qui atteignaient près de 600 millions.

1 livre = 94,625 ; 1 dollar = 20,030 ; 1 franc français = 108,51 ;

(3) Au 31 décembre 1924, les cours du change étaient les suivants :

(4) Y compris 42.318.000 florins en obligations 5 % délivrées au 1 florin (Pays-Bas) = 8,110.

Gouvernement des Pays-Bas pour le remboursement des frais d'internement des militaires belges en Hollande (loi du 8 mai 1924).

Y compris un crédit réciproque franco-belge pour 75.000.000.

Soit, donc :

|                        |                   |
|------------------------|-------------------|
| Dette intérieure ..... | 30.295.308        |
| Dette extérieure ..... | 8.927.595         |
| Total général .....    | <u>39.222.903</u> |

### RESUME

qui peut également être présenté ainsi :  
(en francs belges au 31-12-1924)

*Dette consolidée :*

|                                                    |                   |               |                |
|----------------------------------------------------|-------------------|---------------|----------------|
| Proprement dite .....                              | 13.362.600        | }             | ou<br>encore : |
| Spéciale ou indirecte (1) .....                    | 8.871.006         |               |                |
| Soit, ensemble .....                               | <u>22.233.606</u> | 69.95         | 56.70          |
| Avance de la Banque Nationale<br>de Belgique ..... | 5.200.000         | }             | 13.25          |
| Dette flottante .....                              | <u>11.789.297</u> |               | 30.05          |
| Total .....                                        | <u>39.222.903</u> | <u>100.00</u> | <u>100.00</u>  |

(1) Même observation que dans la 1<sup>re</sup> partie sur le rapprochement de cette dette de la dette consolidée.



## CHAPITRE V

### LES ELEMENTS PSYCHOLOGIQUES

Pendant les années 1919 et 1920, la mentalité humaine, on s'en souvient, par le tour de ses divinations sur l'avenir du franc, avait amplement surmonté le défaitisme contenu dans la nature des choses.

Au cours des quatre années suivantes, l'inverse se produisit. L'équilibre naturel tendit à se rétablir et ce fut cette même mentalité qui, par les subtilités de ses prophéties, y mit obstacle, pour, d'ailleurs, chercher en dernier lieu, à y revenir.

Dans l'un et l'autre cas, par conséquent, elle a été souveraine.

*Nous voici donc en 1921*, la dépression économique s'accuse de plus en plus. Mais, dans l'opinion générale, elle n'est que la conséquence de la surproduction immédiatement consécutive à la guerre: la crise, assurément, est sévère, mais elle aura le bienfait d'assainir le marché en provoquant des liquidations de stocks, voire des faillites, qui permettront un réajustement à la consommation. N'est-ce pas là un signe précurseur du retour à l'ère d'avant-guerre, sur laquelle on avait eu bien raison de compter?

De son côté, la spéculation escompte le règlement des réparations qui va se préciser de jour en jour. Dès le début de 1921, les Alliés, en effet, s'y emploient de nouveau activement et la Conférence de Londres (fin février-début mars) semble devoir régler le problème: le franc monte. Mais les négociations sont rompues par l'intransigeance de l'Allemagne et le Conseil suprême décide

de recourir à des sanctions : occupation des ports de la Ruhr et cordon douanier rhénan. La hausse du franc s'arrête, une baisse même s'esquisse. Enfin, le 5 mai, l'Allemagne accepte « l'état de paiements » qui lui est notifié : la pression des Alliés l'emporte sur la résistance de l'Allemagne, les crédits spéculatifs ont devancé l'oscillation ; ils ont quitté l'Allemagne au profit de ses créanciers : le mark tombe, le franc reprend et accentue sa hausse. Mais il apparaît bientôt qu'en réalité l'état de Londres n'a pas résolu le problème et que, d'autre part, l'accord entre les Alliés est loin d'être parfait. Aussi, le franc, à partir du mois de juillet, recommence-t-il un mouvement continu de baisse qui s'accroît à certains moments comme contre-coup de la forte dépréciation du mark survenue à la même époque.

... Le dramatique jeu de bascule des réparations, voilà d'ailleurs ce à quoi la spéculation s'attachera presque exclusivement de 1921 à 1925. Elle essaiera d'en marquer d'avance les coups dans toutes ses phases, c'est-à-dire aussi bien dans ses balancements avec l'Allemagne que dans ses péripéties entre Alliés. Les alternatives d'accords et de désaccords auxquelles elle assistera, les méthodes employées, les attitudes individuelles la rendront successivement optimiste ou pessimiste sur le résultat final, lequel n'est rien de moins que le règlement financier de la guerre. Et, hypnotisée par la conclusion ou le sort de ces engagements internationaux, découragée par leur cours laborieux, elle parviendra à énerver la foi nationale elle-même et à l'entraîner dans sa défiance à l'égard du franc...

*L'année 1922* n'est guère que la réplique de la précédente : continuation de la crise industrielle, mais avec une tendance déjà à l'atténuation ; accentuation de la baisse des prix ; moyenne du change sensiblement la même, les deux années, en accusant la baisse dans leur première moitié, une hausse dans la majeure partie de

la seconde et l'amorce d'une baisse dans les deux derniers mois, tous mouvements qui, à travers la spéculation, mesurent exactement les variations de la résistance de l'Allemagne aux paiements des réparations jusqu'à sa carence définitive constatée au début de 1923.

Voici, d'ailleurs, l'enchaînement des événements. C'est d'abord une nouvelle ère de conférences interalliées qui s'ouvre ; on cause avec les Allemands ; on prépare de longue date la conférence internationale de Gênes. Le franc monte donc graduellement, pour arriver, au mois de février 1922, au niveau où il se trouvait au mois de mai de l'année précédente, au moment de l'acceptation de « l'état de paiements ». Vers le mois de mai, une baisse graduelle recommence. Le public est mal impressionné par l'échec de la Conférence internationale des banquiers convoqués par la Commission des Réparations et par la nouvelle demande de moratorium des Allemands, demande qui provoque des réactions différentes chez les Alliés. D'où une vague de pessimisme à laquelle la note Balfour du 1<sup>er</sup> août sur les dettes interalliées apporte un nouvel aliment. La baisse d'abord modérée, s'accroît à mesure que la divergence des vues franco-anglaises s'aggrave.

*Vient alors l'année 1923* qui s'ouvre avec l'occupation de la Ruhr. L'animosité anglo-saxonne contre cette mesure se traduit en hostilité contre le franc et, alors que toute la politique de Berlin a laissé à celui-ci, en 1921 et 1922, des valeurs comparables, l'attitude de Londres et de New-York, en 1923, déclanche une dépréciation qui se mesure dans le laps de l'année par cinq points sur le dollar avec quelques rémissions dans l'intervalle. En avril et en mai, par exemple, une éclaircie semble se produire : les Allemands font des propositions, l'Angleterre donne l'impression de sortir de l'isolement où elle s'est cantonnée après l'échec des Conférences de Paris et de Londres ; d'où, immédiatement, hausse du franc. Mais l'arrangement ne se réalise pas, les offres

de l'Allemagne sont rejetées et sa résistance persiste : la baisse du franc reprend. En septembre, le Gouvernement allemand renonce à la résistance passive, de suite le cours du franc s'améliore. Mais la résistance a amené une faillite monétaire en Allemagne, d'où résulte une grave perturbation économique et sociale. Le paiement des réparations paraît sérieusement compromis et l'amélioration du franc persiste d'autant moins que la situation de la Trésorerie française se révèle fort difficile.

La continuité de l'affaissement du franc eut son retentissement intérieur et les yeux commencèrent à s'ouvrir à l'évidence.

Assurément, le Gouvernement avait fait sienne la volonté nationale de redressement et M. Theunis avait entrepris une tâche dont il ne se relâchait pas ; assurément la Belgique était toute au travail : les affaires reprenaient chaque jour davantage et une ère de prospérité industrielle et commerciale se développait. Mais les prix montaient. Mais la succession des situations budgétaires finissait par faire redouter une inflation étatique et, si elle n'eut pas lieu, l'effet était sensiblement le même qu'en produisait, par l'intermédiaire de la psychologie humaine, la menace sans cesse accrue. Mais les souscriptions aux Bons du Trésor, « pain quotidien de l'Etat », fléchissaient, car les impôts devenaient plus lourds, absorbant une plus grande part des réserves de l'épargne, et, plus fortement encore, la hausse des prix réduisait les possibilités de placements.

Un malaise intérieur, dû à l'ensemble de cette situation, s'ajoutait donc au malaise international créé par l'occupation de la Ruhr et dans les esprits se répandait le doute sur la sécurité dont les capitaux pouvaient jouir en Belgique. Lorsqu'un pays, comme la Belgique à cette époque, est au régime du cours forcé et que sa balance normale des comptes est sensiblement en équilibre, c'est le degré de cette sécurité qui, en tout premier lieu, conditionne entre ce pays et l'extérieur, ces mouvements de capitaux dont nous avons dit dans notre



Introduction l'action, en pareil cas, déterminante sur les variations du change. Pour que le courant s'établisse dans un sens favorable à la devise du pays, il faut donc, avant tout, maintenir ce degré aussi élevé que possible; pour se décider à miser sur une devise en vue d'en tirer bénéfice, le spéculateur doit nécessairement avoir la conviction préalable de ne pas être mis en perte par sa dépréciation et, pour ne pas être tenté de l'échanger contre une autre, le détenteur de capitaux nationaux doit conserver sa foi en la devise nationale.

Or, l'état des finances publiques en Belgique depuis la guerre avait fini par créer une impression d'insécurité et, finalement, le courant favorable de capitaux que nous avons rencontré dans la première partie de cette étude s'était renversé.

A ce renversement de courant, le Gouvernement Theunis, sous la pression de l'opinion publique particulièrement impressionnée par l'élévation des prix essaya d'apporter un double remède.

Tout d'abord, on rétablit une législation restrictive en matière d'envois de capitaux à l'étranger. La loi du 10 juillet 1921 n'avait plus prorogé que pour quelques marchandises, à l'exclusion des valeurs, l'arrêté-loi du 7 novembre 1918 accordant au Roi le pouvoir de régler les exportations et les importations de marchandises et de valeurs. La loi du 15 janvier 1923 donna à nouveau au Roi pleins pouvoirs à cet égard quant aux marchandises, à la fois, et aux valeurs. Le Gouvernement ne fit d'abord de cette loi qu'un usage modéré. Le 10 août seulement, en présence de la hausse violente des changes et des réclamations du public dont de nombreux parlementaires se faisaient l'écho, les opérations de change furent encore une fois réglementées: l'arrêté royal du 10 août 1923 eut pour but d'empêcher tout achat de devises si ce n'est pour une opération commerciale. Il tendait en outre à supprimer ou, tout au moins, à réduire les placements de capitaux à l'étranger.

Diverses mesures similaires vinrent compléter ces dis-

positions, tels des timbrages destinés à empêcher, dans les bourses belges, des ventes de titres de nature à peser sur la devise nationale.

On trouve dans les paroles suivantes prononcées par M. Janssen au cours de sa conférence à la Société d'Economie Politique, une intéressante appréciation de toute cette législation.

« Ces mesures, dit-il, m'ont toujours laissé profondément sceptique. Ce filet arrête peut-être quelques petits poissons, mais, en tous cas, les gros poissons passent au-dessous du filet. » Nous nous permettrons d'ajouter qu'il est, cependant, des cas où il y a intérêt à arrêter beaucoup de petits poissons qui, ensemble, représenteraient bon nombre de gros. C'est, par exemple, une bonne fortune pour un pays d'être entouré d'un tel réseau quand, par mauvaise fortune — cela s'est vu — il possède un Gouvernement qui dissout peu à peu la confiance publique. Avant que la pression des petits poissons en ait fait éclater les mailles, ce réseau, même ténu, peut suffire pour laisser à ce pays le temps de se ressaisir et, par là, le préserver d'une catastrophe monétaire.

D'autre part, le ministère Theunis essaya de favoriser les placements étrangers en Belgique.

Cette politique se manifesta particulièrement au grand jour quand, en 1921, la Belgique refusa de s'associer aux mesures que la France prenait pour enrayer l'évasion de ses capitaux et édicta, au contraire, un régime de faveur destiné à les attirer chez elle. Ainsi, les revenus des valeurs étrangères ne furent taxés qu'au taux de 4 % et une circulaire ministérielle du 4 octobre 1921 aux Directeurs des Contributions directes étendit cette disposition aux dépôts de capitaux étrangers en Belgique (1).

---

(1) En voici le passage essentiel :

« Bien que l'article 143 litt. b des lois coordonnées ne distingue pas relativement à la nature des dépôts, ni quant à la nationalité des dépositaires, il y a lieu, cependant, de considérer que les capi-

En réalité, ces diverses dispositions furent inopérantes : évasion des capitaux belges et rapatriement des avoirs étrangers s'unirent pour faire baisser le change.

Mais il arriva pire, et le cas met en évidence d'une manière illustre à quel point une monnaie détachée de l'or devient vulnérable aux épidémies psychologiques. Pour rassurer le public contre la baisse du change, on lui disait, et on le lui faisait répéter par la presse, que celle-ci résultait des manœuvres de la spéculation étrangère (1). On affirmait que la situation financière et économique ne justifiait pas les fluctuations du franc, qu'en tous cas elles étaient hors de proportion avec sa valeur intrinsèque naturelle. Nos divers exposés antérieurs témoignent qu'il y avait dans ces explications une bonne part de vérité ; mais les événements se chargèrent de donner à leurs auteurs plus raison encore qu'ils ne le pensaient eux-mêmes.

En cette fin de 1923, la spéculation privée d'un important champ d'activité par la chute à zéro du mark et tirant profit du trouble des esprits, se fit vendeuse de francs à découvert dans un si grand style que l'offensive devint des plus chaudes et, *au début de 1924*, donna au dollar la parité de plus de 26 francs belges (2). Les

---

« taux confiés à l'activité belge par des étrangers contribuent au relèvement du pays. Celui-ci trouve en effet, un avantage à pouvoir disposer de capitaux étrangers. Il convient donc d'admettre en l'espèce un régime de faveur. En conséquence je vous autorise, tout en maintenant pour des raisons d'ordre pratique la taxe mobilière de 15 % au moment de l'attribution des intérêts, à me soumettre trimestriellement des propositions de remboursement de façon à ramener à 4 % la taxe mobilière sur les revenus des dépôts dont le titulaire étranger, n'ayant ni résidence, ni domicile dans le pays, aura produit un affidavit stipulant que ces fonds lui ont appartenu en propre pendant toute la période à laquelle se rapportent les intérêts bonifiés ».

(1) Au début de 1924, le Gouvernement belge, pour faire un nouveau geste, nommait une Commission dite « des Changes » chargée d'étudier les mesures à prendre en vue de la défense et du relèvement de la monnaie nationale.

(2) Dans le rapport qu'elle présentait le 26 février 1924 à l'Assemblée de ses actionnaires, la Société Générale disait : « A l'optimisme aveugle qui régnait au lendemain de l'armistice, succède aujourd'hui un pessimisme tout aussi irréfléchi. La banqueroute allemande a fait naître de l'inquiétude dans beaucoup d'esprits aussi

places d'Amsterdam et de Vienne se distinguèrent particulièrement dans cette entreprise, dont les conséquences furent une nouvelle hausse des prix, une nouvelle baisse des valeurs à revenu fixe et un accroissement des embarras de la Trésorerie.

On se souvient par quelle opportune intervention de la Banque de France elle fut brisée au mois de mars grâce à des crédits américains. Les liens qui unissaient le franc belge au franc français, et sur lesquels nous nous expliquerons dans un chapitre ultérieur, rendirent, là encore, le succès commun.

En tout cas, il détermina un renouveau de confiance qui s'épanouit sur le reste de l'année, et autrement plus décisif que toutes les mesures antérieurement prises par le Gouvernement, réintégra au patrimoine national les capitaux de peu de foi qui l'avaient déserté.

Ainsi, à l'heure où M. Theunis allait quitter la scène politique, qu'il occupait depuis plus de quatre ans, s'annoncèrent les temps où la Belgique allait songer à recueillir les fruits de ses persévérants efforts.

---

« bien à l'étranger qu'en Belgique. La crainte de la carence définitive de l'Allemagne et du non-remboursement des dommages de guerre a suscité des doutes au sujet de l'avenir de notre monnaie et explique la faveur dont jouissent les monnaies à valeur stable. La défaveur qui atteint momentanément le franc belge — comme le franc français d'ailleurs — provient dans une large mesure d'un manque de confiance que beaucoup d'entre nous manifestent à l'égard de notre monnaie. Cette méfiance se communique au dehors incite les détenteurs étrangers à rapatrier les capitaux qu'ils avaient investis dans notre pays et provoque en même temps les ventes à découvert, c'est-à-dire la spéculation ».



# CHAPITRE VI

## LES CARACTÉRISTIQUES DU CHANGE ET DES PRIX

Voici d'abord le relevé de ces caractéristiques:

| A NNEES   | CHANGE                                      |                                                             |                                                 | PRIX DE GROS               |                                                                                                     |                            | PRIX DE DETAIL                              |  |  |
|-----------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|---------------------------------------------|--|--|
|           | cours moyen<br>du dollar<br>de<br>Bruxelles | Index<br>du change<br>par rapport<br>au dollar<br>% du pair | Index (1)<br>en Belgique<br>(100<br>avril 1914) | Index-or<br>en<br>Belgique | Index des<br>prix de gros<br>aux<br>ETATS-UNIS<br>(100<br>juillet 1914)<br>(Bureau of<br>Labor) (2) | Index-or<br>en<br>Belgique | Index<br>en Belgique<br>(100<br>avril 1914) |  |  |
|           |                                             |                                                             |                                                 |                            |                                                                                                     |                            |                                             |  |  |
|           |                                             |                                                             |                                                 |                            |                                                                                                     |                            |                                             |  |  |
| 1921      |                                             |                                                             |                                                 |                            |                                                                                                     |                            |                                             |  |  |
| Janvier   | 14,79                                       | 285                                                         | »                                               | »                          | 172                                                                                                 | 157                        | 456                                         |  |  |
| Février   | 13,27                                       | 256                                                         | »                                               | »                          | 162                                                                                                 | 169                        | 434                                         |  |  |
| Mars      | 13,53                                       | 261                                                         | »                                               | »                          | 157                                                                                                 | 157                        | 411                                         |  |  |
| Avril     | 13,44                                       | 259                                                         | »                                               | »                          | 149                                                                                                 | 154                        | 399                                         |  |  |
| Mai       | 11,92                                       | 230                                                         | »                                               | »                          | 146                                                                                                 | 169                        | 389                                         |  |  |
| Juin      | 12,42                                       | 239                                                         | »                                               | »                          | 143                                                                                                 | 160                        | 384                                         |  |  |
| Juillet   | 13,02                                       | 251                                                         | »                                               | »                          | 143                                                                                                 | 151                        | 379                                         |  |  |
| Août      | 13,26                                       | 255                                                         | 347                                             | 136                        | 147                                                                                                 | 150                        | 384                                         |  |  |
| Septembre | 13,88                                       | 267                                                         | 368                                             | 137                        | 147                                                                                                 | 144                        | 386                                         |  |  |
| Octobre   | 14,02                                       | 270                                                         | 372                                             | 137                        | 145                                                                                                 | 144                        | 391                                         |  |  |
| Novembre  | 14,45                                       | 278                                                         | 374                                             | 134                        | 144                                                                                                 | 141                        | 394                                         |  |  |
| Décembre  | 13,31                                       | 256                                                         | 369                                             | 144                        | 144                                                                                                 | 153                        | 393                                         |  |  |
| 1922      |                                             |                                                             |                                                 |                            |                                                                                                     |                            |                                             |  |  |
| Janvier   | 12,77                                       | 246                                                         | 366                                             | 148                        | 142                                                                                                 | 158                        | 387                                         |  |  |
| Février   | 12,04                                       | 232                                                         | 356                                             | 153                        | 145                                                                                                 | 163                        | 380                                         |  |  |
| Mars      | 11,89                                       | 229                                                         | 350                                             | 152                        | 146                                                                                                 | 162                        | 371                                         |  |  |
| Avril     | 11,74                                       | 226                                                         | 344                                             | 152                        | 147                                                                                                 | 162                        | 367                                         |  |  |
| Mai       | 11,97                                       | 231                                                         | 348                                             | 150                        | 153                                                                                                 | 158                        | 365                                         |  |  |
| Juin      | 12,19                                       | 235                                                         | 356                                             | 155                        | 155                                                                                                 | 158                        | 366                                         |  |  |
| Juillet   | 12,62                                       | 243                                                         | 360                                             | 148                        | 160                                                                                                 | 150                        | 366                                         |  |  |
| Août      | 13,28                                       | 256                                                         | 360                                             | 140                        | 160                                                                                                 | 142                        | 366                                         |  |  |
| Septembre | 13,82                                       | 266                                                         | 364                                             | 136                        | 158                                                                                                 | 139                        | 371                                         |  |  |
| Octobre   | 14,61                                       | 282                                                         | 385                                             | 136                        | 159                                                                                                 | 133                        | 376                                         |  |  |

|           |       |     |     |     |     |     |     |
|-----------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Janvier   | 16,59 | 320 | 434 | 135 | 161 | 119 | 383 |
| Février   | 18,57 | 358 | 474 | 132 | 162 | 110 | 397 |
| Mars      | 18,32 | 353 | 482 | 136 | 164 | 115 | 408 |
| Avril     | 17,38 | 335 | 480 | 143 | 164 | 121 | 409 |
| Mai       | 17,46 | 337 | 474 | 140 | 161 | 122 | 413 |
| Juin      | 18,52 | 357 | 484 | 135 | 158 | 117 | 419 |
| Juillet   | 20,48 | 395 | 504 | 127 | 156 | 109 | 429 |
| Août      | 21,98 | 424 | 529 | 124 | 155 | 103 | 439 |
| Septembre | 20,48 | 395 | 514 | 130 | 159 | 114 | 453 |
| Octobre   | 19,64 | 379 | 515 | 136 | 158 | 120 | 458 |
| Novembre  | 21,21 | 409 | 531 | 129 | 157 | 113 | 463 |
| Décembre  | 21,80 | 420 | 545 | 129 | 156 | 111 | 470 |

## 1924

|           |       |     |     |     |     |     |     |
|-----------|-------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Janvier   | 23,86 | 460 | 580 | 126 | 156 | 104 | 480 |
| Février   | 26,07 | 503 | 642 | 127 | 157 | 98  | 495 |
| Mars      | 25,91 | 500 | 625 | 125 | 155 | 102 | 510 |
| Avril     | 19,29 | 372 | 555 | 148 | 153 | 133 | 498 |
| Mai       | 20,51 | 395 | 557 | 141 | 152 | 122 | 485 |
| Juin      | 21,95 | 423 | 567 | 134 | 150 | 116 | 492 |
| Juillet   | 22,01 | 424 | 566 | 133 | 152 | 116 | 493 |
| Août      | 19,99 | 385 | 547 | 142 | 155 | 129 | 498 |
| Septembre | 20,24 | 390 | 550 | 141 | 154 | 128 | 503 |
| Octobre   | 20,80 | 401 | 555 | 138 | 157 | 127 | 513 |
| Novembre  | 20,71 | 399 | 569 | 142 | 158 | 130 | 520 |
| Décembre  | 20,13 | 388 | 566 | 145 | 162 | 134 | 521 |

par moyenne arithmétique. Enfin l'index-number est la moyenne géométrique des indices : 
$$I_m = \sqrt[n]{I_1 \times I_2 \times I_3 \times \dots \times I_n}$$

C'est l'usage d'une telle formule qui ne permet pas une comparaison rigoureuse avec les index-numbers de pays, comme la France, où l'on recourt à une moyenne arithmétique.

(2) Cet index a été déterminé en 1921 à l'aide de 327 articles. A partir de 1922, il a porté sur 404. La comparaison, sur les premiers mois de 1922, des résultats ainsi obtenus accuse un excès moyen de 5 points des chiffres d'ici à la première méthode sur ceux d'ici à la seconde. Par raison de continuité, nous avons donc diminué de 5 unités les index publiés pour l'année 1921.

(1) En Belgique, cet index est une moyenne géométrique. Les 209 types commerciaux de marchandises concourant à la détermination de l'index-number du prix de gros ont été groupés en 131 postes correspondant à 131 produits.

On calcule les indices unitaires des 209 sortes de marchandises d'après la formule  $I = 100 \frac{P_1}{P_0}$  ( $P_1$  et  $P_0$  représentant les prix

moyens pendant la seconde semaine du mois en cours et du mois précédent). On détermine ensuite les indices des 131 produits soit par moyenne géométrique, soit, quand le nombre des termes de chaque série est petit et les fluctuations de leurs valeurs homogènes,

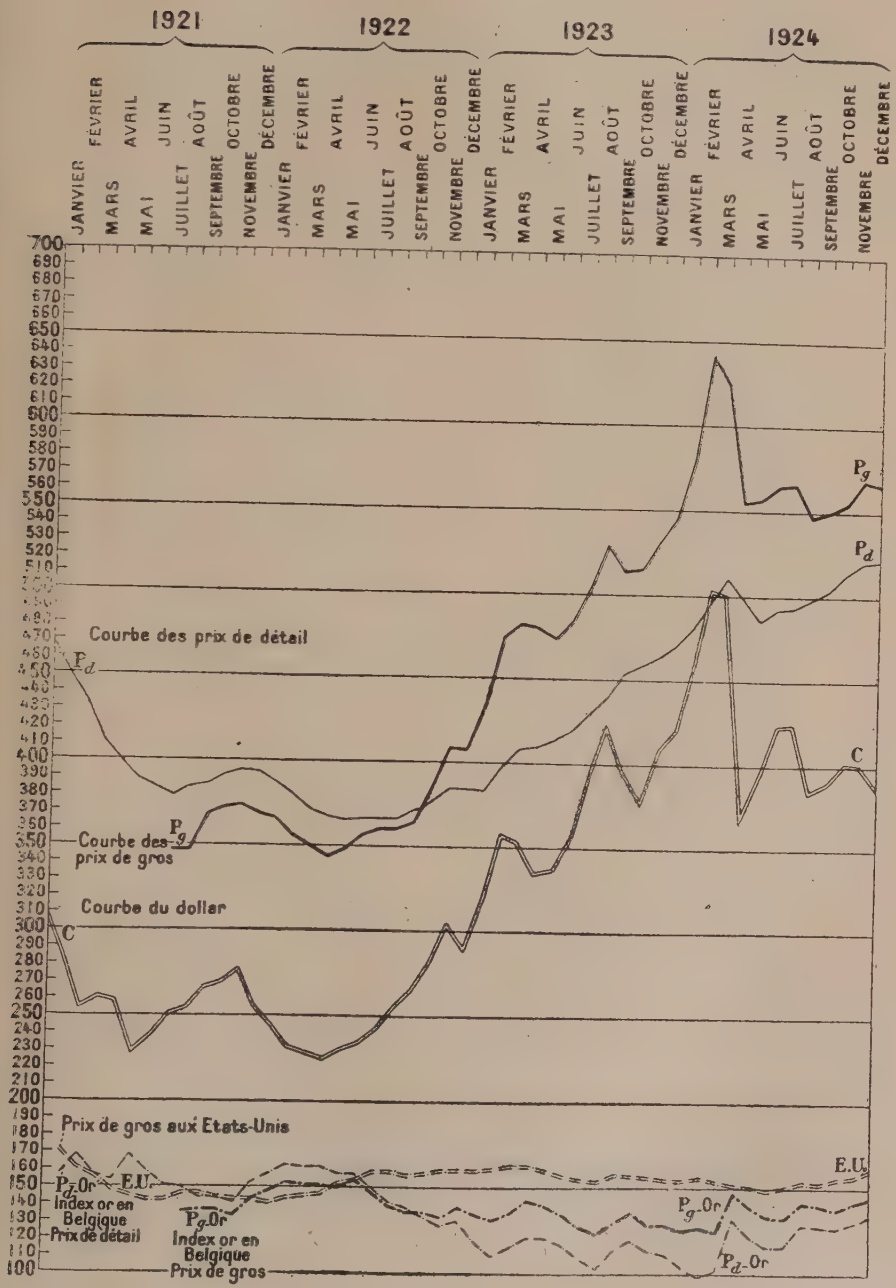
Les graphiques ci-joints rendent sensibles aux yeux les variations du change, des prix de gros et du prix de détail.

La simple lecture des graphiques ci-contre fait apparaître le parallélisme, à peu près constant, qui existe entre la courbe du change et la courbe des *prix de gros*. Il en a été de même en France et, d'une manière générale, on a pu dire que « les prix européens ont été presque constamment sous l'empire d'un facteur prédominant : le change ». Les explications en sont simples. Il y a là, en effet, d'abord une conséquence directe de la solidarité commerciale des nations. Tout pays doit importer : la hausse du change augmente donc le prix du produit importé lequel, à son tour, élève le prix du produit domestique qu'il sert à fabriquer ou du produit domestique similaire par la tendance qu'a naturellement l'industrie nationale à porter ses prix au niveau des prix extérieurs, et cette première cause ne pouvait qu'être particulièrement agissante dans un pays aussi engagé que la Belgique dans le mouvement des échanges internationaux de même qu'aussi fatalement importateur pour ses approvisionnements comme pour ses matières premières. De son côté, la fameuse prime à l'exportation que crée la dépréciation monétaire accroît la demande étrangère et concourt, elle aussi, à la hausse des prix.

Les graphiques montrent, d'ailleurs, que l'intensité des variations du change sont sensiblement plus fortes que celle des prix, tandis que l'index des prix rapporté à la base de 1914 demeure nettement plus élevé que celui du change. Ils enseignent également que la marge entre les prix-or mondiaux et les prix de gros belges ne devient très sérieuse qu'aux époques de forte baisse du change. Dès que celui-ci se stabilise ou hausse, cette marge se réduit ou se maintient.

La loi des variations des *prix de détail* est plus complexe. Qu'ils soient dépendants des prix de gros, c'est

————— Base 1914 : 100      ===== Index des prix de gros aux Etats-Unis 100 Juillet 1914  
 ————— Base 1914 : 100      - - - - - Index or en Belgique - Prix de détail  
 ===== Dollar 5,18 : 100      - - - - - Index or en Belgique - Prix de gros





l'évidence même. A travers ceux-ci, ils sont donc reliés au change, mais ils sont en même temps tributaires du **marché intérieur qui a ses ressorts propres.**

Il y a d'abord, ici, l'intensité de l'offre par rapport à l'intensité de la demande: les prix de détail sont certainement un des reflets les plus directs de l'état du marché intérieur. Par le processus que nous avons antérieurement exposé, si celui-ci est prospère, ils ont tendance à s'élever et si la crise y sévit, à baisser. Il y a les conditions de la production: ainsi, après une certaine dépression correspondant aux années de crise 1921-1922, les salaires en Belgique reprirent leur hausse et, pour cesser d'être précaires, les conventions collectives, qui allaient se généralisant dans un grand nombre d'industries, firent définitivement dépendre le taux du salaire de l'index (1). Cela avait pour conséquence d'en faire dépendre également presque tous les éléments du prix de revient. Il y a les traditions commerciales: si la monnaie ne se déprécie extérieurement que lentement et, au moins jusqu'à une certaine limite, le vendeur au détail, comme en période de stabilité monétaire, cède aujourd'hui sa marchandise au prix d'hier et fixe son bénéfice à la différence entre son prix de vente et son prix d'achat, sans prêter attention, ni en hausse ni en baisse, aux conditions de remplacement de sa marchandise. Il y a l'état d'inflation intérieure — circulation et crédit — qui excite la production mais surexcite la consommation. Il y a les systèmes de compensation, dont nous avons vu la grande extension en Belgique, multiplicateurs ne contenant qu'avantages quand la monnaie est saine, mais qui présentent, quand elle est avariée, l'in-

---

(1) L'influence syndicaliste était devenue telle que depuis 1924 il existe dans presque toutes les industries des sectionnaires ou des délégués d'ateliers, chargés de surveiller l'application des conventions et d'intervenir dans les conflits entre les ouvriers et leurs chefs immédiats. Ailleurs les Commissions paritaires ou des Conseils de conciliation fonctionnent comme de véritables tribunaux d'arbitrage, dont la compétence s'étend à toutes les questions disciplinaires et aux cas de renvoi de personnel.

convénient de contribuer à la hausse des prix par l'ampleur qu'ils donnent aux moyens de paiement.

Au total, nouvelle composition de forces dont celle d'inertie, le change n'agit sur les prix de détail qu'à travers les résistances naturelles, plus ou moins fortes, de l'ambiance intérieure. D'où le phénomène bien connu du « décalage » des variations des prix de détail sur celles du change et tel qu'une hausse des prix peut accompagner une revalorisation de la monnaie et réciproquement.

La courbe des prix de détail ci-jointe confirme ces divers ordres d'observations. Cheminant d'une manière presque régulière, alors que les autres enregistrent fréquemment des pointes positives ou négatives, elle atteste par sa continuité l'influence amortissante du milieu où évoluent ces prix.

En 1921, la crise intérieure et l'amélioration du change s'unissent pour faire baisser ceux-ci dans l'ensemble. Par contre, en 1922, ils ne varient de janvier à décembre que de 5 % au sein de la dépression des affaires, alors que l'écart correspondant du change est de 33 %, mais avec une sensible reprise dans l'intervalle. Entre la courbe du change et celle des prix de détail, il y a un décalage d'environ un mois.

Au regard des prix de gros, il est digne de remarquer qu'en 1921 et sur la majeure partie de 1922 leur index est au-dessous de l'index des prix de détail: les frais généraux de vente se sont, en effet, élevés et la notion du coût du produit de remplacement ne s'est pas fait jour dans le commerce de détail. A partir de 1923, le phénomène inverse se produit: commerçants et intermédiaires sont obligés de se contenter d'un bénéfice moindre qu'avant la guerre et le détail continue à ne pas pratiquer le prix de remplacement.

En 1924, on constate une divergence assez curieuse: dans l'ensemble, par rapport à 1923, change et prix de gros s'améliorent, mais les prix de détail continuent à

monter. C'est que l'attraction des prix mondiaux (qui s'analyse semblablement à celle, ci-dessus élucidée, du change sur les prix de gros), finit par devenir d'autant plus irrésistible que l'écart entre les prix-or étrangers et les prix-or belges de détail était plus important, ainsi qu'on en peut juger par nos tableaux. Les facteurs d'ordre intérieur s'exerçaient d'ailleurs dans le même sens, car c'est en 1924 que les phénomènes d'apparence inflationniste, que nous avons décrits antérieurement, atteignent leur apogée.

\*  
\*\*

Synthétiquement, nous nous rappellerons ici avoir successivement rencontré *trois grands mouvements*: celui de la circulation, du change et des prix et, en définitive, nos développements, quels qu'ils aient été, ont laissé en suspens cette question qui les domine: dans ce triple mouvement, où sont les causes, où sont les effets?

Si délicate, malheureusement, est la réponse, qu'elle est controversée.

Une première thèse suggère que l'accroissement du crédit provoqué par la reprise des affaires et amplifié par les organismes de compensation serait l'origine de la hausse des prix, celle-ci ayant nécessité, à son tour, pour le règlement des prix de détail, ainsi que des salaires et des traitements en relation avec l'index de ces derniers prix, une plus ample circulation de billets. Sans doute, avons-nous relevé en Belgique, au fur et à mesure du réveil économique, toute une série de phénomènes qui correspondent à l'un des processus classiques des inflations de crédit et de circulation. Mais de telles inflations se sont-elles vraiment produites? Car les crédits ont eu pour contre-partie une activité productrice singulièrement accrue et, quant à l'accroissement de la circulation, a-t-il vraiment connu cet excès qui en fait un découvert? Rappelons-nous: « Psychore inflationniste », a-t-on dit: le porte à faux de l'inflation était peut-être, en effet, davantage dans les esprits que dans les choses.

C'est pourquoi, une seconde thèse voit dans le change la cause originelle des phénomènes observés. Par le cours des prix de gros et à travers tout le marché intérieur, c'est lui qui aurait entraîné la hausse des prix de détail et celle-ci, à son tour, aurait préparé l'accroissement de la circulation. Si l'on examine, en effet, attentivement les courbes du change et des prix de gros, on se rend compte que, en règle générale, les variations du change ont précédé celle des prix. De plus, la courbe du change est calculée d'après la moyenne mensuelle, tandis que les prix sont relevés dans la seconde quinzaine du mois. Or, les prix sont influencés bien plus par les cours de chaque jour que par la moyenne mensuelle. Il en résulte que, même lorsque les chiffres indiquent des variations absolument simultanées, le change s'est modifié en premier lieu.

Pour qui a vu le change à l'œuvre dans les différents champs monétaires, il semble bien que cette théorie doive être la plus exacte; elle peut, d'ailleurs, parfaitement se superposer à la première qui aurait encore l'intérêt d'être complémentaire. Toutes deux sont d'autant plus conciliables qu'elles offrent ceci de commun de présenter la hausse des prix comme la cause et non comme l'effet de l'accroissement des billets, le change étant, lui, la résultante des divers facteurs extrinsèques que nous avons précédemment observés.





# TROISIÈME PARTIE

---

## CHAPITRE I

### SIGNES DES TEMPS

Le dessein annoncé à l'origine de notre seconde partie est presque réalisé. Les fondements de l'Edifice ébranlé ont été dégagés et le maître de l'œuvre, dans un équilibre conforme aux règles de l'art, a dressé pierre à pierre une voûte essentielle qui, utile à toutes fins, peut servir de support aux restaurations antérieures comme aux achèvements de l'avenir, quels qu'ils puissent être. De cette voûte, il n'a cependant pas encore posé la clé.

Considérée philosophiquement dans son ensemble, c'est ainsi, en effet, qu'apparaît la part de reconstruction due à M. Theunis, au moment où, en juin 1925, il quitta le ministère des Finances. L'entreprise financière à laquelle il s'était consacré n'était, en effet, autre chose qu'un assainissement général ayant, à toutes fins, comme principe essentiel *l'équilibre du budget*. Et, en cela, il mettait en pratique la doctrine la plus orthodoxe de l'époque.

« Pays à monnaie dépréciée, équilibrez votre budget », répétaient alors à satiété les pays à monnaie forte sur le ton prédicant que finit par donner, parfois, la possession de la vérité. Et semblablement, expression de bien des aspirations nationales, du sein de la désolation monétaire elle-même, une voix autorisée s'élevait qui disait : « Remettez d'abord votre budget en équilibre et tout le reste vous sera donné par surcroît (1). » Mais, destinée surtout à frapper les peuples et leurs augures

---

(1) Ch. Rist : *La Déflation en pratique*.

pour les mieux convertir, il y avait dans cette parole plus de forme évangélique que de fond certain. Dans l'ordre économique, davantage encore qu'ils ne s'acquièrent par dons, les gains, au-delà même d'un relèvement minimum, se conquièrent par efforts de volonté, voire au prix de reculs amers. Les nouvelles vicissitudes du franc belge, dont nous allons écrire l'histoire, suffiront, à elles seules, à en administrer la preuve.

Dans les premiers mois de 1925, donc, quelle opinion professait-on sur les « *surcroits* » monétaires qui restaient à conquérir? Nous avons, sur ce point, les deux témoignages les plus décisifs que l'on puisse souhaiter : celui du ministre des Finances qui se retirait et celui du ministre des Finances qui arrivait au pouvoir.

Dans son projet de budget pour l'exercice 1925, M. Theunis écrivait :

« L'importance considérable qu'occupe dans l'ensemble la dette flottante exigible dans un terme rapproché demandera aux gouvernements de demain comme au gouvernement d'aujourd'hui, la plus sérieuse attention et la plus grande prudence.

« Voilà ce qui donne à l'équilibre budgétaire, indispensable pour créer la confiance, son importance primordiale, ce qui en fait le besoin essentiel de l'Etat.

« Affermir cet équilibre, conserver intact ce crédit, consolider la dette flottante, sont donc les objectifs immédiats assignés à nos efforts. »

Et pour le surplus? Voici... Peu avant les élections du 5 avril 1925, M. Theunis disait à la Chambre des Représentants : « Nous devons user de beaucoup de prudence encore. Nous sommes un peuple en convalescence. Il ne faut pas encore envisager le genre de sport auquel nous pourrions nous livrer plus tard. » Et à M. Strauss, qui l'interrompait en s'écriant : « Vous n'avez donc pas de politique monétaire? » M. Theunis répondait : « Si, préparer l'avenir. Il est trop tôt pour discuter sur la

politique à suivre. *Laissons les lois économiques suivre leur cours.* »

Quant à M. Janssen que disait-il dans cette conférence du 5 janvier 1925, à la Société d'Economie Politique qui est décidément une heureuse rencontre, parce qu'elle a été, à l'insu même de l'intéressé, un programme avant la lettre ?

« Que l'on soit partisan de la dévaluation ou que l'on soit partisan de la déflation, *système qui a mes préférences personnelles*, j'estime que la question ne se pose pas en pratique et que les partisans des deux thèses peuvent provisoirement vivre en parfait accord ; car, pendant un certain temps la voie à suivre est identique. Et à cet égard, nous pouvons constater, avec une grande satisfaction, que tous les gouvernements de l'Union latine sont en fait et sans accord préalable, complètement d'accord sur la nécessité : 1° d'équilibrer le budget de l'Etat ; 2° de consolider la dette flottante, dont le montant excessif détraque le marché des capitaux ; 3° de rembourser la dette de l'Etat à la Banque, la pire de toutes les dettes flottantes, afin d'assainir la circulation et de rendre indépendant de l'Etat le crédit de la Banque ; 4° de développer la production et l'exportation, afin d'augmenter la richesse publique et d'équilibrer la balance internationale des paiements sans quoi une monnaie stable est une chose impossible.

« Si cette sage politique peut être suivie pendant une dizaine d'années, bien des plaies financières nées de la guerre, pourront être cicatrisées et alors, au point de vue monétaire, *les choses s'arrangeront d'elles-mêmes. Ici comme ailleurs, le temps est un grand arrangeur.* »

Ainsi donc, après l'équilibre du budget, le problème de la dette flottante s'imposait à l'attention. Mais, au delà, le programme restait imprécis : un remboursement à la Banque Nationale, d'où devait résulter une certaine déflation ; une exaltation, en tous temps d'ailleurs désirable, de la production et de l'exportation ; l'énoncé d'ex-



cellents buts généraux (1), et, quant au surplus, on se bornait à attendre que le temps, ce grand bienfaiteur, « ce grand arrangeur », disait M. Janssen, en apportât le don. Mais, avec l'intime désir, le secret espoir que ce don serait la revalorisation.

Seuls, les quelques débats académiques sur la *revalorisation* ou sur la *stabilisation* auxquels M. Janssen faisait allusion servaient d'avant-garde à des « surcroîts » plus définis et plus substantiels.

Les partisans de la revalorisation, c'est-à-dire ceux qui se proposaient de relever progressivement la valeur du papier-monnaie jusqu'à l'ancien pair de l'or, se plaçaient sur le terrain de l'honneur et du droit et presque toute leur défense se bornait à s'accrocher à cette position éminente. Toute stabilisation à un taux différent du pair de l'or, disaient-ils, équivaut pour l'Etat à une double faillite : faillite sur la monnaie, l'Etat répudiant la rela-

---

(1) M. Theunis écrivait encore : « Atténuer ces soubresauts de notre devise, régulariser la cote, tendre progressivement vers la situation meilleure que justifie l'admirable effort de nos industriels, de nos travailleurs, de nos commerçants, tel est le but qui s'impose à ceux qui ont charge de notre santé économique.

« Assurément, une masse de manœuvre n'y peut suffire, il la faudrait inépuisable. Le « volant de change » n'est qu'un adjuvant ; dans les efforts que l'on en peut attendre, l'influence morale l'emporte sans doute sur le pouvoir matériel et, en définitive, le résultat dépend beaucoup plus de la réalisation de ces conditions foncières, tant de fois définies ; l'équilibre réel d'un budget sincère, la limitation des emprunts publics aux seules dépenses de capital urgentes et productives, la régression du flot de la dette à court terme, la compression impitoyable de l'inflation fiduciaire, l'économie chez l'Etat comme chez les particuliers, la lutte des producteurs pour le redressement de la balance économique.

« Le Gouvernement a conscience d'apporter sa part à ce commun effort. C'est sur son œuvre que se portent en premier lieu les regards de l'étranger, l'élan de confiance qui se traduit par l'apport de capitaux ne réaliserait-il pas, à cet égard, le plus éloquent des témoignages ? »

De son côté, M. Janssen disait encore : « Ce qu'il faut, c'est recourir à tous les remèdes possibles pour faire disparaître les causes du mal et lorsque ces causes disparaîtront, le thermomètre du change marquera tout naturellement un cours correspondant à l'amélioration, au rétablissement économique et financier du pays. « Il ne peut donc s'agir que d'une amélioration lente résultant d'un développement naturel des événements, de façon à permettre, en temps voulu, toutes les adaptations nécessaires pour conserver à l'industrie sa capacité d'exportation et éviter le péril du chômage ».

tion légalement instituée entre l'unité monétaire et l'or, et faillite sur les titres qu'il a émis, dont la dépréciation se trouve définitivement consacrée. De la sorte, circonstance douloureusement aggravante, sont particulièrement lésés ceux qui lui ont confié leurs économies, ainsi que tous les incapables auxquels il a imposé ses rentes comme placement de tout repos.

La cause de la stabilisation, qui n'allait cependant pas toujours jusqu'à vouloir réduire purement et simplement l'étalon-or à la valeur actuelle du papier monnaie et admettait, parfois, des paliers successifs, était, au contraire, celle de l'opportunisme et de la possibilité pratique. Les défenseurs de cette mesure, sans nier la faillite qu'elle comporte, notamment vis-à-vis des rentes de l'Etat, n'y voyaient que la légalisation d'un état de fait préexistant, lequel, d'une manière générale, avait dépouillé les créanciers au profit des débiteurs. Au surplus, n'étaient-ils pas devenus minorité — une minorité qu'on pourrait, d'ailleurs, peut-être dédommager — ceux qui pouvaient faire remonter au régime de l'or la propriété de leurs titres de créance? Que ces titres relevassent de conventions privées ou qu'ils fussent valeur d'Etat, la plupart, par le seul jeu de la vie sociale, n'étaient, entre les mains de leurs détenteurs actuels, que la contre-partie d'une monnaie plus ou moins avilie. Dès lors, revaloriser, c'était superposer, mais non compenser les injustices et, pour s'exprimer à nouveau généralement, après la spoliation des créanciers, c'était, vis-à-vis de tous ceux qui avaient contracté après la guerre, organiser la spoliation des débiteurs : double prélèvement, par conséquent, sur le capital.

Ce à quoi la thèse adverse répondait que les injustices nées de la dévalorisation avaient été la conséquence de nécessités d'ordre supérieur, partant, totalement imprévisibles, mais que la faillite ne serait réellement consommée que par la volonté humaine, le jour, précisément, où, délibérément, la stabilisation aurait anéanti tout espoir de restauration monétaire. Par ailleurs, le

retour au paiement en or au taux d'avant-guerre ne comporterait en réalité aucune injustice à l'égard des créances dont l'origine était contemporaine de la dépréciation monétaire, car ces créances n'ont pu se constituer et se transmettre que munies de tous les droits qui y sont attaché, parini lesquels figure, d'une manière expressément prévisible, celui d'être payées, le jour où l'assainissement serait total en monnaie légale primitive.

Les stabilisateurs dressaient alors la liste des obstacles intérieurs et extérieurs auxquels se heurte toute revalorisation.

Le maintien, même au profit d'une fin aussi élevée que la revalorisation, de l'instabilité monétaire, déclaraient-ils, fait « vivre » une nation « dangereusement ». Ainsi consent-on à laisser viciée toute la matière des contrats, essence de la vie commerciale et civile et à tarir l'épargne au profit de la spéculation qui, de proche en proche, gagne les cercles où jusqu'alors on s'en tenait à l'écart comme d'un jeu malhonnête. D'autre part, pendant la durée de la dépréciation monétaire, l'économie intérieure tout entière a été en travail; mais, surtout dans un pays où il n'y a eu qu'un glissement lent et partiel, celle-ci s'est peu à peu adaptée à l'état monétaire et la stabilisation n'est que la consolidation sur un plan nouveau de tout l'édifice des contrats, des transactions à terme et, d'une façon plus compréhensive, de toute la hiérarchie des services, des biens, des valeurs qui sont mesurés les uns par rapport aux autres à l'aide de l'unité monétaire. Or, une ascension de cette unité vers le pair entraînera cette même économie, par une transposition nouvelle et à travers la multiplicité des résistances naturelles, sur la voie douloureuse des crises et des désordres les plus divers. Si la hausse des prix, en particulier, a frappé d'une façon très inégale les diverses catégories de la population, la baisse n'exercera pas une action compensatrice, et, là encore, il n'y aura que

des victimes de part et d'autre. Ainsi toutes les classes sociales souffriront, hormis les rentiers et les créanciers, seuls bénéficiaires de l'opération. Et quel contrecoup ces perturbations de l'activité nationale dans toutes ses branches n'auront-elles pas sur le budget, qui ne sera plus alimenté que par des impôts réduits, sur la Trésorerie, dont les sources vives se tariront, et sur la Dette, qui, par le resserrement du crédit, sera exposée à des sollicitations de remboursements dans sa partie flottante.

Mais, comme les stabilisateurs convenaient que leur remède devait également être accompagné d'une pénitence, les revalorisateurs retournaient l'argument et, s'attachant à leur principe fondamental, demandaient pourquoi, à une crise, superposer une faillite qu'une prolongation d'effort permettrait d'éviter? Le crédit de l'Etat y gagnerait, assurant à la Trésorerie une aisance propre à subvenir au budget dans ses moments difficiles et exerçant sur le cours des rentes une influence capable de rapprocher l'époque des conversions. Sa structure en serait également renforcée, car, en mettant la situation au niveau de leurs facultés, on réconforterait ces « classes moyennes » qui sont l'épine dorsale des civilisations modernes. Au surplus, pour diminuer l'acuité des crises, il faudrait s'ingénier à intensifier la production à l'aide de méthodes industrielles renouvelées ainsi qu'à développer les richesses naturelles de la métropole et du domaine colonial.

Sur quoi, à leur liste, les partisans de la stabilisation ajoutaient un nouvel et sérieux obstacle en revenant sur la matière budgétaire par des arguments très directs.

Comment est-il possible de supporter une énorme charge budgétaire (1) là où la valeur de la monnaie se relève sensiblement et où le revenu national, exprimé en

---

(1) En Belgique, la charge budgétaire en 1925 était de l'ordre de 9 milliards. Elle était donc comprise entre le tiers et le quart du revenu national.



cette monnaie, se trouve diminué proportionnellement. Assurément, cette charge se réduira, mais son allègement rencontrera de grandes difficultés et sera toujours en retard sur l'évolution des changes, par suite de l'inégale influence de la revalorisation sur les recettes et sur les dépenses. Les recettes, dont les éléments suivent, presque tous, la réappréciation de la monnaie, fléchiront dans une mesure beaucoup plus importante que les dépenses, dont une grande partie est pratiquement incompressible. Qu'on mette les choses au mieux, qu'on ne fasse état ni de la résistance que les traitements des fonctionnaires opposeront à la baisse, et qui sera bien supérieure à celle qu'ils ont rencontrée dans leur hausse, ni des décalages qui se produiront successivement entre leur baisse et les nouvelles valeurs de la monnaie; qu'en un mot, on suppose les budgets d'administration revenant au pair en suivant une progression régulière, le fardeau de la dette publique, lui, subsistera toujours. Bien entendu, la dette étrangère bénéficiera de toute l'appréciation monétaire, mais, à l'endroit de la dette intérieure, la fiction qui, au cours de la dévalorisation, a favorisé l'Etat en rassemblant dans un même total, sous la dénomination de francs, des unités monétaires de valeurs décroissantes, la revalorisation la retournera contre lui en imposant à son budget sous le même nom, une charge proprement insupportable. Sans doute, au fur et à mesure que les capitaux détruits par la guerre se reconstitueront et que le taux de l'intérêt se réduira, d'opportunes conversions pourront alléger cette charge, et éviteront à l'Etat d'avoir à rembourser en « bons francs » ce qu'il aura emprunté en « mauvais francs » (1), mais cela ne se peut réaliser qu'au prix du temps, à moins que l'Etat, pour en proportionner le poids à la valeur nouvelle de la monnaie, ne vienne

---

(1) M. Janssen faisait observer que les emprunts belges à long terme, qui, on l'a vu, sont tous compris entre 1919 et 1923, ont été contractés en moyenne sur la base d'un cours de change de 50 francs la livre.

demander aux rentiers l'abandon d'une partie de leur capital ou de leurs intérêts et ne fasse une faillite financière qui, ne frappant que les porteurs de rente, soit plus inique que la faillite monétaire. Au total, l'inégalité d'évolution des recettes et des dépenses conduira au dilemme, soit d'augmenter les charges fiscales au delà des facultés contributives du pays, soit de recourir à de nouveaux emprunts ou à une nouvelle inflation, alternative qui juge l'opération.

Les obstacles extérieurs que faisaient apparaître les stabilisateurs n'étaient pas moindres.

L'infériorité d'un pays dont la monnaie est livrée à elle-même ne s'accroît-elle pas de chaque stabilisation réalisée autour de lui? D'autre part, si l'on vient à supprimer aux exportateurs nationaux et aux touristes étrangers les primes que leur confère la chute de la monnaie, la balance des échanges devra subir un réajustement; mais, passager, s'il est dû à la stabilisation, ce mal durera autant que la longue étape de celle-ci, s'il émane de la revalorisation.

Et, comme antérieurement au point de vue intérieur, les stabilisateurs reprenaient avantage au point de vue extérieur, du danger qu'était le facteur « temps », ce temps que les revalorisateurs déclaraient, pourtant, devoir travailler pour leur cause. Danger d'autant plus grave que la revalorisation porte en elle-même une nouvelle source d'instabilité; la spéculation étrangère risque, en effet, d'abord, d'anticiper sur les événements et de surfaire les valeurs successives de l'unité monétaire pour la déprécier ensuite avec le même excès, lorsque la confiance, déjà ébranlée par les obstacles du chemin, se lassera devant sa longueur. Et que d'oscillations semblables n'encourt-on pas à accepter de faire de la monnaie, pendant des années, un libre jeu? A persister, l'instabilité s'aggrave et à s'être proposé un but trop élevé et trop lointain, on s'expose à l'insuccès, sinon à la catastrophe.

Chacune des deux théories essayait, enfin, de mettre l'histoire de son côté. Mais, à vrai dire, les précédents se neutralisaient à peu près et l'enseignement véritable qu'on en pouvait tirer, c'est que, hormis le cas unique des Etats-Unis, qui, après la guerre de Sécession ont trouvé en eux-mêmes, pour redresser leur monnaie, des ressources quasi-féeriques, la revalorisation la plus profonde qui ait réussi était partie d'une monnaie ayant conservé 35 % de sa valeur, tandis que le franc belge ne possédait même plus 25 % de la sienne.

Ainsi disputaient — au moins en leurs propositions principales — revalorisateurs et stabilisateurs.

Depuis lors, leur joute est devenue aussi classique que maints parallèles d'école. Mais les idées qu'ils semaient avaient, à l'époque, l'apparence de l'inédit et elles préparaient insensiblement les esprits à un ordre monétaire nouveau.

Les événements — par surcroît — favorisèrent l'éclosion de ces germes.

## CHAPITRE II

### ACCORDS INTERALLIÉS A L'OCCASION DU PLAN DAWES

Énoncé par le Traité de Versailles, transporté de conférence internationale en conférence internationale et rétréci par chacune d'elles jusqu'à être ramené à de justes proportions, le problème des réparations avait été résolu vis-à-vis de l'Allemagne par le Comité Dawes, institué le 30 novembre 1923, en un rapport remis à la Commission des Réparations le 9 avril 1924 et entériné par les Alliés et l'Allemagne le 16 août suivant, à la Conférence de Londres. La Conférence financière qui se tint à Paris, du 7 au 14 janvier 1925, eut pour objet de donner à ce problème sa solution interalliée: il s'agissait, pour les ayants-droit de l'Allemagne, de se répartir définitivement, et de soustraire ainsi désormais aux compromissions ultérieures, les annuités devant résulter du plan Dawes.

Les articles 4 et 6 de cet accord de Paris intéressent directement la Belgique. Ils règlent définitivement, le premier la question de la dette de guerre belge, et le second le droit de la Belgique aux réparations.

L'article 4 est ainsi conçu :

« Article 4. — A dater du 1<sup>er</sup> septembre 1924, 5 % du total des sommes disponibles au cours d'une année quelconque, après prélèvement pour le service de l'emprunt extérieur allemand de 1924 et après les prélèvements pour les frais de commissions, les frais de l'armée d'occupation des Etats-Unis, l'annuité afférente aux arriérés des frais des armées d'occupation antérieure au



1<sup>er</sup> mai 1921, le préciput des frais courants des années d'occupation, et toute autre créance à qui une priorité pourra être accordée dans la suite, seront affectés au remboursement de la dette de guerre belge telle qu'elle est définie dans le dernier paragraphe de l'article 232 du Traité de Versailles.

« Les sommes ayant reçu cette affectation au cours d'une année quelconque seront réparties entre les puissances intéressées en proportion des montants qui leur sont dûs respectivement à ce titre à la date du 1<sup>er</sup> mai 1921. En attendant, le règlement définitif des comptes, la France recevra 46 %, la Grande-Bretagne 42 %, et la Belgique (au compte de sa dette envers les Etats-Unis) 12 %. »

On verra, au chapitre suivant, les conséquences que la Belgique tira de ces dispositions.

De son côté, l'article 6 est rédigé dans les termes suivants :

« Article 6. — Sur la partie des annuités reçues de l'Allemagne qui sera disponible pour la répartition, au titre des réparations, entre les puissances alliées après le 1<sup>er</sup> septembre 1924, la Belgique recevra :

« a) pendant l'année commençant le 1<sup>er</sup> septembre 1924, 8 % ;

« b) pendant l'année commençant le 1<sup>er</sup> septembre 1924, et tant que la priorité belge ne sera pas éteinte, 8 % de chaque versement mensuel. Dès que la priorité sera éteinte, le pourcentage sur tous les versements ultérieurs pendant l'année en question sera réduit à 4,5 % ;

« c) pendant l'année commençant le 1<sup>er</sup> septembre 1926, et pendant chacune des années suivantes, 4,5 %.

« A partir de la date à laquelle la priorité belge sera éteinte ou au plus tard à partir du 1<sup>er</sup> septembre 1926, les 3,5 % rendus disponibles par les dispositions ci-dessus, relatives au remboursement de la priorité belge, seront versés à la France et à la Grande-Bretagne,

suivant les proportions 52 et 22, en sus de leur pourcentage de Spa.

« Les sommes débitées à la Belgique, en ce qui concerne la période antérieure au 1<sup>er</sup> septembre 1924, ne seront pas considérées comme susceptibles de lui créer soit des avances, soit des arriérés, étant entendu que cette disposition ne touche en rien à l'obligation qui incombe à la Belgique de se reconnaître comptable de tout solde final pouvant résulter de l'application des clauses économiques du Traité. »

D'où provient le taux de 4,5 % fixé par cet article?

On se souvient que la Conférence de Spa avait attribué à la Belgique un droit de 8 % du montant global des versements allemands. Le texte qui précède décide que ce droit sera maintenu sur le montant des annuités disponibles à partir du 1<sup>er</sup> septembre 1924 jusqu'à extinction de la priorité et, en tout cas, au plus tard, jusqu'au 1<sup>er</sup> septembre 1926.

Il restait à déterminer le quantum de la Belgique dans les annuités ultérieures du plan Dawes. La priorité de la Belgique ne représentait en fait, qu'un à-compte sur sa part dans le montant global des réparations allemandes. Aucune difficulté, par conséquent, si, de même que cette priorité, ce montant eût été fixé en valeur absolue, ainsi que l'avait fait l'état de paiements de mai 1921 : la différence entre les 8 % de ce total et la somme déjà acquise sous le couvert de la priorité eût représenté le solde de la créance belge. Mais, avec le régime du plan Dawes dont la caractéristique est, précisément, de ne pas fixer le total de l'indemnité allemande, force était de forfaiter le taux à attribuer à la Belgique sur les versements postérieurs à l'acquittement de sa priorité, de telle sorte que, en pratique, l'ensemble des sommes finalement reçues par elle à quelque titre que ce fût, représentât autant que possible 8 % dudit total. Le taux de 4,5 % reconnu, dans ces conditions, à la Belgique sur les versements allemands résul-

tant du plan Dawes est extrêmement avantageux car, sur la base d'un rendement total de 50 milliards, ce qui paraît un maximum, elle n'aurait dû recevoir que 4 %.

Les premières annuités Dawes devaient être surtout, sinon exclusivement, servies en nature. Quand, vers 1930, les versements allemands atteindront annuellement à 2 milliards et demi de marks-or environ, la part de la Belgique sera de 90 millions. En tout cas, le plan Dawes allait devenir la source de rentrées en espèces et c'est, en conséquence, une date de l'histoire monétaire belge qui méritait d'être soulignée, car elle ouvrait des possibilités nouvelles importantes, au premier rang desquelles on devait faire figurer l'amortissement progressif de la Dette publique.

## CHAPITRE III

### LE RÈGLEMENT DES DETTES ENVERS LES GOUVERNEMENTS DES ETATS-UNIS ET DE LA GRANDE-BRETAGNE

Après celui des réparations, un second problème, le problème des dettes de guerre et post-armistice, reçut également solution dans sa majeure partie et ce fut, en 1925, le second événement notable de nature à favoriser la destinée du franc belge.

L'article 4 des accords de Paris, dont nous avons reproduit le texte dans le chapitre précédent, donnait à la Belgique le moyen de s'acquitter de ses dettes de guerre: après paiement de certaines priorités, 5 % des versements annuels de l'Allemagne étaient, en effet, réservés pour le remboursement de la dette belge et répartis entre la France, l'Angleterre et la Belgique (au titre des Etats-Unis).

Cette dernière était ainsi relevée de ses obligations de débitrice envers la France et l'Angleterre. Mais les liens qu'ils s'étaient forgés par la loi du 9 février 1922, déjà citée, interdisaient aux Etats-Unis de signer un semblable arrangement, dont l'effet était de substituer à des paiements belges des paiements directs de l'Allemagne. Avec la Belgique, comme avec ses autres débiteurs, les Etats-Unis voulaient des accords directs.

Or, les pouvoirs de la « *World War Foreign Debt Commission* », nommée pour trois ans, expiraient en février 1925 et celle-ci n'avait conclu d'accords qu'avec la Grande-Bretagne. D'où une émotion que traduisirent une vigoureuse campagne de presse et des rappels aux débiteurs européens réclamant sans délai des proposi-



tions de consolidation. D'où, par conséquent, les notes du 22 avril et du 5 mai 1925 à la Belgique et le mémorandum remis par l'ambassadeur des Etats-Unis à Bruxelles, si bien que, dès le mois de juillet, le Gouvernement belge se décida à envoyer à Washington une mission. Les négociations, dans le détail desquelles nous n'avons pas à entrer ici, aboutirent à la Convention du 18 août. Cette Convention fût ratifiée d'une part par le Parlement belge, les 7 février et 31 juillet 1926, et d'autre part, par les Chambres américaines, les 14 janvier et 24 avril 1926.

Le montant en capital de la dette belge envers le Gouvernement des Etats-Unis au 1<sup>er</sup> juillet 1926 s'établissait de la façon suivante :

|                                              |                 |
|----------------------------------------------|-----------------|
| 1° Dette antérieure au 11 novembre 1918..... | 171.780.000     |
| 2° Dette postérieure au 11 novembre 1918.... | 205.249.570 (1) |
| Ce qui correspond au total de.....           | 377.029.570     |

Si l'on tient compte jusqu'au 15 juin 1925, date prévue pour l'origine des paiements, des intérêts à 5 % frappant la seconde de ces dettes, on arrive au total de 484 millions de dollars.

Cette distinction en deux dettes à caractère, l'un politique, l'autre commercial, subsiste dans la Convention qui prévoit un régime propre à chacune d'elles.

La *dette de guerre* reste fixée, moyennant exonération pour le présent et l'avenir de tout intérêt, à 171 millions 780.000 dollars payables en 62 annuités progressives, de telle sorte que la totalisation de celles-ci représente exactement le montant de la créance américaine.

Au taux de 5 % et, eu égard aux modalités de remboursement admises, la dette de 171.780.000 de dollars représentait une valeur actuelle de 48.500.000 de dollars, ce qui équivalait à une réduction de 123.280.000 de dollars, soit 71,1 %.

---

(1) Cette dernière dette se décomposait elle-même comme suit :  
Dette postérieure au 11 novembre 1918 ..... 175.430.808 68  
Stocks américains ..... 27.534.609 98  
Bons du Trésor remis en paiement de viandes  
frigorifiées ..... 2.284.151 40

La dette d'après-guerre est arrêtée à 246 millions de dollars par transaction sur les intérêts arriérés. Elle devra également être remboursée en 62 ans par des versements progressifs, mais elle est frappée d'intérêt au taux moyen de 1,35 % pour les dix premières années, puis, ensuite, au taux de 3,5 %.

Le tableau suivant donne l'état total des paiements à effectuer :

| ANNEES | DETTE<br>de guerre<br>(Remboursement<br>sans intérêt<br>du capital de<br>171.800.000 \$) | DETTE<br>d'après-guerre<br>(Remboursement<br>en principal<br>et intérêts de<br>246.000.000 de \$) | ANNUITÉ TOTALE<br>(Remboursement<br>de<br>417.800.000 de \$) |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
|        | —                                                                                        | —                                                                                                 | —                                                            |
| 1      | 500.000                                                                                  | 3.340.000                                                                                         | 3.840.000                                                    |
| 2      | 900.000                                                                                  | 3.200.000                                                                                         | 4.100.000                                                    |
| 3      | 1.250.000                                                                                | 3.450.000                                                                                         | 4.700.000                                                    |
| 4      | 1.750.000                                                                                | 3.700.000                                                                                         | 5.450.000                                                    |
| 5      | 2.250.000                                                                                | 3.950.000                                                                                         | 6.200.000                                                    |
| 6      | 2.750.000                                                                                | 4.550.000                                                                                         | 7.300.000                                                    |
| 7      | 2.900.000                                                                                | 5.050.000                                                                                         | 7.950.000                                                    |
| 8      | 2.900.000                                                                                | 5.550.000                                                                                         | 8.450.000                                                    |
| 9      | —                                                                                        | 6.150.000                                                                                         | 9.050.000                                                    |
| 10     | —                                                                                        | 6.650.000                                                                                         | 9.550.000                                                    |
| 11     | —                                                                                        | 8.772.500                                                                                         | 11.672.500                                                   |
| 12     | —                                                                                        | 9.772.500                                                                                         | 12.672.500                                                   |
| 62     | 2.900.000                                                                                | 9.772.500                                                                                         | 12.672.500                                                   |

Il résulte de cette Convention que, si le plan Dawes s'exécute normalement, la dette de guerre belge est pratiquement annulée. Les Etats-Unis n'ont pas consenti, comme la France et l'Angleterre, à reprendre leur dette sur l'Allemagne. Mais le prélèvement spécial prévu par les accords de Paris, en vue de permettre à la Belgique de s'acquitter envers les Etats-Unis, est au moins égal aux versements annuels à opérer par le premier de ces pays au second, pour amortir ses dettes. En fait, donc, la Belgique se trouve, vis-à-vis des Etats-Unis, dans une situation à peu près aussi avantageuse que vis-à-vis de ses Alliés; elle se borne à transférer à Washington ce qu'elle reçoit de Berlin.

La dette d'après-guerre doit évidemment être amortie à l'aide des ressources budgétaires. Mais les annuités réduites des deux premières années ne semblaient pas de nature à compromettre l'œuvre de restauration financière. Au cours du dollar, à l'époque, les cinq premiers versements représentent chacun moins de 90 millions de francs, ce qui correspond à 2 % des dépenses totales revisées de l'exercice 1925. Si, à partir de la onzième, les versements deviennent plus importants, il est probable que le crédit de la Belgique sera alors raffermi et d'importantes sommes figurant primitivement au budget pour le service de certaines dettes extérieures commenceront à devenir disponibles.

Aucune clause de sauvegarde ne figure dans la Convention de Washington. Si l'Allemagne se dérobaît, la Belgique ne serait pas en droit d'en réclamer la révision; sa seule ressource, en pareil cas, consisterait à mettre en évidence qu'au cours des négociations il a été convenu d'établir le règlement sur la base de sa capacité de paiement et que la carence de l'Allemagne porte à celle-ci une sérieuse atteinte. Il est, au surplus, peu probable que l'Allemagne puisse, d'ici longtemps, éluder sérieusement le plan Dawes auquel ont participé les Etats-Unis, indifférents par ailleurs à l'Europe, et qui est ainsi devenu une sorte de charte mondiale. En tout état de cause, il subsistera, cependant, une différence de « qualité » entre les versements allemands à la Belgique et les paiements belges aux Etats-Unis.

D'autre part, il eût peut-être été opportun de se préoccuper des transferts nécessités par les paiements en dollars. On ne peut s'acquitter d'une dette envers un pays étranger que par une vente de marchandises, un envoi d'or ou des prestations de services. Si, pour ce motif, les créanciers de l'Allemagne sont contraints d'ouvrir plus largement leurs portes à l'importation des marchandises allemandes, les débiteurs des Etats-Unis devraient avoir la possibilité d'accroître leurs ventes en Amérique pour y obtenir des disponibilités en dollars. Or, on sait

que l'Amérique s'est entourée d'une sorte de muraille de Chine pour protéger son industrie et mettre obstacle aux importations. Cependant, on peut penser que les sommes à transférer par la Belgique aux Etats-Unis ne sont pas d'un ordre tel qu'elles puissent compromettre une stabilité monétaire bien assise, surtout si ces transferts sont entourés des précautions nécessaires et des prévisions appropriées.

En dehors de ces quelques réserves, que nous avons formulées du point de vue monétaire, les dispositions de la Convention de Washington, lors de la discussion relative à leur ratification, ne donnèrent lieu qu'à des critiques qui paraissent exagérées. Une fois admis le désaveu du Traité de Versailles par le Congrès des Etats-Unis, une fois acceptés les principes établis par la Trésorerie américaine avant l'ouverture des pourparlers : pas de distinction entre la dette de guerre et la dette contractée après la guerre, entre la dette « politique » et la dette « commerciale » ; pas de réduction sur le capital de la dette ; pas de moratoire ; pas de délégation sur les versements allemands, mais responsabilité directe du débiteur envers le créancier ; obligation d'effectuer des versements en espèces ; — les accords nouveaux n'avaient rien d'un contrat à la Schylock et, vraiment, on devait pouvoir les voter sans avoir « la mort dans l'âme ».

Par dessus tout, cet acte de « fair play » suivant l'expression de M. Janssen, avait, à notre avis, deux mérites. Le Premier est qu'il donnait un sort définitif à la dette américaine. Suivant une formule, due encore à M. Janssen, « cette dette était la dernière inconnue » et, désormais, la Belgique « savait où elle allait ». Le second est qu'il ouvrait de nouveau le marché financier américain à la Belgique.

On verra suffisamment par la suite combien ce double avantage venait à son heure et devait être précieux. En tout cas, l'opinion mondiale fut favorablement impressionnée par la conclusion de la Convention de



Washington et le cours du change en subit, en fin août et sur septembre, une certaine amélioration.

\*  
\*\*

En dehors de sa dette de guerre, à laquelle l'accord de Paris, du 14 janvier 1925, avait donné un sort, la Belgique était débitrice vis-à-vis de la *Grande-Bretagne* d'un « *Crédit de reconstruction* » de 9 millions de livres, portant intérêt à 5 %, ce que nous avons déjà mentionné.

Dès 1922, l'Angleterre avait admis le principe de sa consolidation. Des négociations furent entreprises à son sujet en 1925 et, bien qu'elles n'aient abouti que le 31 décembre de cette année, c'est-à-dire quelques mois après l'époque où, chronologiquement, nous sommes parvenu, (août 1925), nous en faisons mention dans le présent chapitre par motif d'unité.

Par cet accord de Londres, il a été remis à l'Angleterre 25 obligations, dont la première échoit le 31 décembre 1931 et la dernière le 31 décembre 1935. Les intérêts calculés à 5 % courent à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1926. A dater du 31 décembre 1931, l'annuité s'augmente de l'amortissement et s'établit aux environs de 640 livres. Moyennant un préavis de quatre vingt-dix jours, la Belgique peut effectuer, du 30 juin au 31 décembre de chaque année, des remboursements anticipés de 1.000 livres ou multiple de 1.000 livres.

Cet accord a été ratifié par la loi du 24 mars 1926.

Le Gouvernement belge a exprimé publiquement sa satisfaction de cette Convention, et sans aucun doute, elle est très libérale (1).

---

(1) A titre documentaire, nous rappellerons que la dette de la Belgique envers la Hollande, relative au remboursement des frais d'internement des militaires belges en Hollande s'est résolue, en vertu de la loi du 8 mai 1924, en obligations 5 % délivrées au Gouvernement des Pays-Bas. Leur amortissement doit être achevé en 1937.

Enfin, les accords relatifs à la dette post-armistice vis-à-vis de la France ne seront conclus qu'en 1927.

## CHAPITRE IV

### ORIGINE ET ÉCONOMIE DES PROJETS DE STABILISATION

DE M. JANSSEN

La prise de possession du pouvoir modifia chez le Ministre des Finances du Cabinet Pouillet, les opinions du Professeur à l'Université de Louvain sur le sort qu'il convenait de réserver au franc belge.

Pour saisir une telle évolution, il convient de quitter le général pour descendre au particulier et, après avoir entendu les professions de foi de *la revalorisation et de la stabilisation* dans toute leur catholicité, se demander quelles pouvaient être *leurs valeurs relatives en Belgique dans le courant de 1925*. C'est évidemment là, en effet, qu'est le secret des réflexions originelles qui ont conduit M. Janssen à corser sa politique monétaire. Au général, d'ailleurs, ces théories se résolvent pratiquement en questions d'espèces.

Le nouveau ministre des Finances avait dû, d'abord, tirer de la situation politique telle qu'elle s'était révélée à l'occasion de la constitution du Cabinet Pouillet et de l'état de l'opinion publique à l'endroit de l'instabilité monétaire, les conclusions que l'une et l'autre comportaient vis-à-vis des problèmes dont il avait la charge particulière. La revalorisation, entreprise de longue haleine, veut ou un Gouvernement fort ou, chez une nation, un sentiment unanime en sa faveur.

Un Gouvernement fort; tel n'était assurément pas le cas de ce Cabinet Pouillet qui, après l'épreuve d'une dissolution parlementaire et d'un premier ministère — « croupion » et éphémère — n'avait pu être constitué qu'après 73 jours de crise. Témoignages irrécusables de

la division des partis. A la Chambre, s'était formé un cartel socialiste-démocrétien et le Gouvernement, à l'image de cette Chambre, était cartelliste. L'influence socialiste y prévalait, mais c'était un conservateur qui, aux Finances, détenait le ministère le plus en vue du moment. Le nouveau Cabinet était donc fort éloigné de dominer la situation politique et de pouvoir, sous une forme ou sous une autre, exercer une dictature propre à reconduire le franc jusqu'au pair.

Un sentiment unanime en faveur de la revalorisation : là où il existe, ce dessein, supérieur aux hommes à qui en est confiée l'exécution, peut être l'œuvre de Gouvernements divers qui se succèdent, fussent-ils, par ailleurs, de doctrines opposées. C'est là, par exemple, l'histoire d'un pays qui, dans les premières baisses de son change, voit « un désastre plus grand que dans la chute de Varsovie (1) ». Or, s'il existait encore en Belgique quelques partisans de la revalorisation, un glissement de plus en plus marqué s'y produisait vers la stabilisation, et ce partage d'opinions, comme surtout ce glissement, suffisaient à interdire l'opération de grande envergure qu'est une revalorisation.

Sur le terrain politique, le parti libéral et le parti catholique inclinaient vers la temporisation dans la pensée que l'avenir pouvait contenir le meilleur et, plus particulièrement peut-être, la revalorisation, « solution de courage et de volonté ». Au contraire, les socialistes s'étaient, d'assez bonne heure, déclarés adeptes de la stabilisation et leur chef, M. Vandervelde, vice-président et ministre des Affaires étrangères du Cabinet Pouillet, — dont le corrégionnaire, M. Wauters était en même temps le ministre du Travail et de l'Industrie — s'en était fait le chaud défenseur. Il professait publiquement que si les réformes démocratiques n'avaient pu être réalisées jusqu'à ce jour, la cause en résidait dans la situation financière. Il fallait donc, avant tout, rétablir l'équi-

---

(1) *Quaterley Review* (octobre 1915).

libre définitif du budget et procéder à la stabilisation monétaire. Le socialisme belge, d'ailleurs, n'avait jamais sérieusement prôné l'impôt sur le capital, « remède de cheval », suivant l'expression de M. Vandervelde, donnant ainsi une nouvelle preuve de ses tendances modérées et de son esprit réalisateur. Du côté démocrate-chrétien, même opinion : « La Ligue des travailleurs chrétiens » avait toujours été partisan de la stabilisation, pour que les salaires fussent fixés en une monnaie stable.

Dans le domaine industriel, employeurs et employés, réclamaient, les uns et les autres, la consolidation pure et simple du *statu quo*. Les premiers se lassaient d'un état de choses où les prix de vente et les salaires devaient sans cesse être réajustés et qui, aux risques inhérents aux affaires, ajoutait l'incessant souci de préserver les opérations les plus courantes de toute tare spéculative, comme, par exemple, celui d'assurer le change de chaque transaction avec l'étranger. En outre, ils avaient compris que des diverses crises à subir pour revenir à un régime monétaire normal, celle qu'entraîne la revalorisation est de beaucoup la plus longue et la plus dure. Aussi, dès 1924, le Bulletin hebdomadaire du Comité Central industriel de Belgique s'était-il prononcé pour la stabilisation. Quant aux ouvriers si, en 1921 et 1922, ils s'étaient pliés sans trop de résistance à des diminutions de salaires, c'est que la crise et, partant, le chômage qui régnaient alors ne leur laissaient guère d'autre issue. Mais il n'en allait plus de même en 1925 : l'industrie connaissait des jours encore favorables, et bien loin d'envisager une réduction, la classe ouvrière ne concevait que le maintien ou l'augmentation des salaires. Elle ne pouvait donc que se déclarer en faveur de la stabilisation.

Les économistes, de leur côté, déclaraient qu'il était grand temps de stabiliser et apportaient en faveur de cette solution les meilleures raisons. Ils faisaient observer, notamment, que l'existence d'une prime à l'expor-



tation due à la dépréciation lente du change trompe le pays sur ses possibilités d'avenir et que le retour à l'équilibre suppose une crise de réadaptation plus ou moins longue, mais particulièrement coûteuse dans un pays qui vit proprement d'exportation (1). Ils ajoutaient également que la hausse des prix était trop profondément incorporée dans tout l'organisme économique pour qu'une politique de déflation pût encore être envisagée.

Fait, enfin, à noter ici, l'opinion publique belge, loin d'avoir jamais été inflationniste, a toujours considéré la continuation de la baisse de la monnaie comme un mal à combattre et le retour vers une monnaie stable comme un idéal à atteindre le plus rapidement possible. Depuis l'armistice, la question des remèdes à la hausse des changes a donc toujours été à l'ordre du jour.

Finalement, on peut le dire, le « Belge moyen » était devenu stabilisateur.

Si, à l'époque où nous sommes parvenu, les contingences intérieures commencèrent à ébranler les opinions premières de M. Janssen, c'est finalement un *motif d'ordre extérieur* qui le détermina à brusquer son action. Voici, en effet, les lumières qu'il nous fournit lui-même à ce sujet dans son discours au Sénat du 24 janvier 1926 :

« Voilà, Messieurs, ce que je pensais il y a un an.

« J'ai changé en un point. Je pensais que, comme d'autres pays l'avaient fait, l'on pourrait arriver à l'assainissement de la monnaie, graduellement, c'est-à-dire par des remboursements de 200, 300, peut-être 500 millions par an, de façon qu'en une dizaine d'années, notre monnaie fut assainie à un taux que je ne pouvais pas prévoir, car j'ajoutais qu'il y avait des inconnues, que cela pouvait dépendre du sort du plan Dawes, du sort des dettes interalliées, que je ne connaissais pas en janvier 1925 et également de l'orientation budgétaire géné-

---

(1) Articles de M. Ch. Rist, dans le *Moniteur des Intérêts matériels* du 7 octobre 1925, et numéros suivants.

rale de chacun des Etats contractants de l'Union latine. Mais, depuis lors, je me suis trouvé devant une situation qui ne me permettait plus de résoudre le problème par la voie lente, et qui exigeait, au contraire, une solution immédiate et radicale (1), faute de quoi nous étions entraînés à coup sûr dans la baisse du franc français qui, dès le mois d'août et de septembre, me paraissait inévitable par suite de cette augmentation toujours croissante des avances de la Banque de France à l'Etat. Si le franc français n'était pas tombé, s'il s'était même un peu amélioré, la nécessité d'agir vite n'aurait pas été aussi pressante et l'on aurait pu concevoir un assainissement progressif, comme d'autres pays l'ont fait au cours de l'histoire, comme M. Thiers l'a fait après 1870. »

Nous nous arrêterons quelques instants, parce qu'elle est fondamentale en notre étude — *elle en est la proposition centrale* — sur l'observation que contient cette déclaration relativement à la *solidarité du franc français et du franc belge*.

Il suffit de jeter les yeux sur le diagramme ci-contre, où sont reproduites les courbes décrites par le change des francs français et belges, pour que leur synchronisme apparaisse flagrant.

---

(1) Dans un article anonyme paru dans la *Revue Economique Internationale* de novembre 1925, mais émanant certainement d'une personnalité belge touchant de près à la Banque Nationale et proche collaboratrice de M. Janssen dans ses projets de stabilisation, on lit le passage significatif suivant :

« C'est même un argument d'opportunité qui provoqua décision du Gouvernement et l'engagea à hâter ses plans.

« Depuis de longues années, le franc français n'avait cessé d'exercer sur le franc belge une attraction surprenante. Or, tandis que, pour nous, la question des dettes interalliées se trouvait réglée, elle continuait de se poser pour la France sous une forme inquiétante; en outre, une crise menaçante pesait sur l'avenir immédiat de la Trésorerie française. On devait s'attendre à une nouvelle dépréciation marquée du franc français. Si la Belgique n'agissait point, il était hors de doute que le franc belge suivrait le franc français, c'est-à-dire tomberait plus bas que lui encore, avant peu de temps. Or, une nouvelle dépréciation de notre monnaie eût été un désastre. Le plan d'équilibre du budget était basé sur la livre au cours de 106, et sur des prix intérieurs au niveau présent. Tout eût été remis en question. L'opinion commençait à s'énervier, la fuite des capitaux reprenait de plus belle. Où se serait-on arrêté si l'on avait laissé aller les choses »

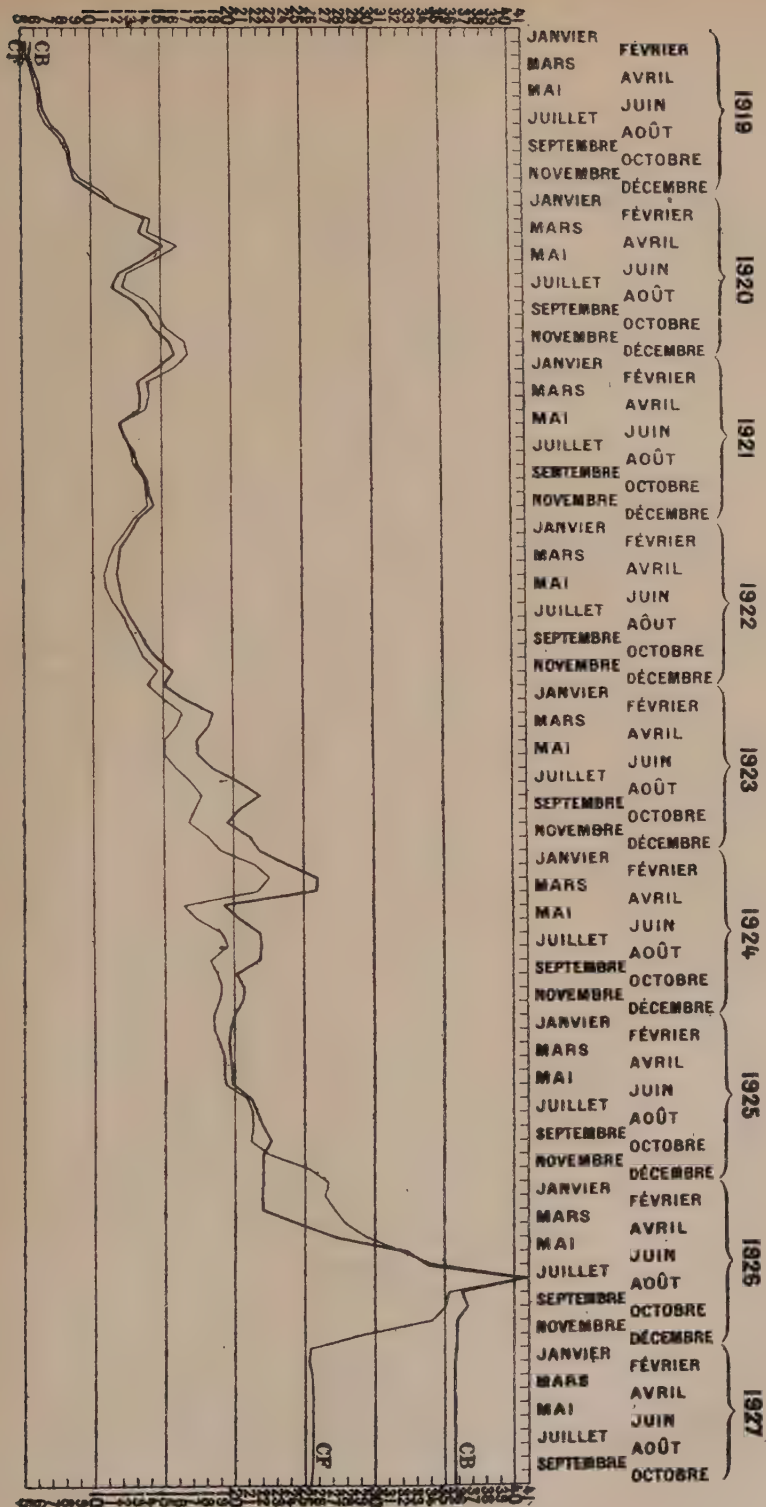
De décembre 1918 jusqu'au milieu de 1919, le change français est de deux à quatre points supérieur au change belge. De septembre 1919 à mars 1921, le franc belge fait prime sur le franc français. A partir du second semestre 1921, le franc belge participe aux mouvements de hausse et de baisse du franc français et l'écart entre les deux devises s'accroît jusqu'à dépasser six points, écart maximum, cependant, en dehors des deux périodes de stabilisation belge. Semblables écarts ne sont d'ailleurs qu'éloignements accidentels et les retours dont ils sont suivis soulignent encore davantage que l'accompagnement est la règle. A toute distance, d'ailleurs, il est visible, et le graphique ne cesse de le montrer.

S'il y a cependant deux époques où la communauté du sort des deux devises s'affirme d'une manière particulièrement éclatante, c'est bien le début de l'année 1924 et c'est le lendemain de l'échec des projets de M. Janssen, dont nous abordons l'examen. Il est, en effet, bien certain, d'abord, qu'un orage monétaire aussi violent que celui qui se déchaîna au début de 1924 sur le franc menaçait avant tout le franc français et il est notoire que la décharge qui dégagea l'atmosphère émana de la seule Banque de France, pourvue de connexions qu'elle s'était personnellement assurée extérieurement, en dehors de tout concours belge. Or, pendant comme après l'orage, la devise belge a fidèlement suivi la devise française: avec elle, elle a plié; avec elle, elle s'est redressée. Et en second lieu, lorsque, après plusieurs mois de claustration, il fut, en mars 1926, de nouveau abandonné à lui-même, on admire avec quelle célérité le franc belge rejoignit le franc français, qui tombait alors en chute presque verticale, et combien plus étroitement que jamais il s'accrocha à lui. Sur ces deux points, le graphique est singulièrement expressif.

Phénomène remarquable en tout cas que ce cheminement en commun et qui mérite qu'on essaie d'en dégager l'Origine et les Conséquences.

# COURS MOYEN MENSUEL DU DOLLAR DE 1919 À 1927

à Paris CF à Bruxelles CB





Sans doute est-ce avec la France que la Belgique entreten le trafic le plus élevé. Sans doute, la balance commerciale de la Belgique, surtout importatrice, est-elle toujours fortement déficitaire vis-à-vis de la France et existe-t-il toujours, de ce chef, à Paris ou dans les banques belges opérant à Paris un stock important de francs belges à vendre contre des francs français, si bien qu'il en résulte une certaine et constante attirance du franc belge vers le franc français.

Mais c'est évidemment trop peu de ne découvrir ici qu'une simple et indirecte attirance. Une attraction directe et prépondérante peut seule expliquer que la devise belge gravitât si étroitement dans l'orbite de la devise française. Or, au sein des régimes monétaires hérités de la guerre, ces francs de nationalités distinctes n'avaient pas besoin, pour se rapprocher, du prétexte des échanges de marchandises. Valeurs livrées au jeu de l'offre et de la demande, ils étaient eux-mêmes l'objet d'échanges internationaux et se rencontraient *proprio motu*, avec cette particularité sur les autres devises, que les circonstances multipliaient ces occasions de rencontres. Telle était, en effet, l'étroitesse de la place de Bruxelles au regard des grands mouvements de capitaux déterminés par le flux et le reflux des diverses devises que les opérations auxquelles donnait lieu le franc belge se traitaient sur la place de Paris et en francs français. Acheteurs et vendeurs de francs belges ne nouaient et ne dénouaient le plus souvent leurs transactions qu'en se procurant au préalable du change sur Paris. Place et devise étaient, toutes deux, des intermédiaires presque obligatoires. En un mot, très généralement, le franc français était la monnaie internationale de cette marchandise qu'était le franc belge (1).

---

(1) On ne peut s'empêcher de rapprocher cette dépendance du franc belge par rapport au franc français de celle qui s'est établie à partir de Juillet 1919 (chute du Ministre Rasin) jusqu'au milieu de 1921 entre la couronne tchéco-slovaque et le mark : au cours de cette période, les cours de ces deux devises sont presque parallèles. Les Américains avaient, en effet, mis un terme à leurs crédits et,

Que les crises monétaires française et belge fussent seulement analogues et non identiques, il importait peu aux négociateurs de francs belges qui n'en établissaient pas la comparaison détaillée. Pour eux, il n'y avait entre celles-ci que nuances et ces nuances, dans les premières années d'après-guerre, ne justifiaient que des primes alternatives; le dénuement total de la Belgique au lendemain de l'armistice, sa libération solennelle des dettes de guerre, sa priorité, sa réalisation de crédits étrangers, comme inversement la balance commerciale de la France, meilleure que celle de la Belgique, et la balance française des paiements favorisée par un plus grand afflux d'étrangers, ont, entre autres éléments, joué leur rôle sur ce point. De même, quiconque, par la suite, unifiant dans sa pensée le sort du relèvement franco-belge, désirait acheter ou vendre des francs, se portait, de préférence au franc belge sur le franc français qui jouit d'un très large marché sur toutes les places du globe et, au total, le volume de la spéculation finit par maintenir constamment une prime sur le premier en faveur du second, qu'elle soutenait davantage. Il suffisait donc à cette spéculation que les maux qui pesaient sur le franc français : inflation, déséquilibre budgétaire, hypertrophie de la dette publique, évolution politique eussent leurs homologues en Belgique ou une même cause dans la carence allemande; il leur suffisait que la solidarité financière des deux pays ait été étroite, pendant et depuis la guerre, et qu'ils aient adopté le plus souvent une attitude internationale commune, notamment vis-à-vis de l'occupation de la Ruhr — pour ne pas hésiter à trouver à la devise belge un air de famille avec la devise française, dont elle était l'associée dans l'Union latine et dont, — bien plus, — elle portait déjà le nom. — Si chacune eût été attachée à une place propre, leurs dissemblances seraient sans doute apparues. Mais leur

---

par suite d'un ensemble de circonstances économiques et techniques similaires aux contingences franco-belges, ce fut le mark qui assumait le risque du change tchèque.

fréquentation sur un même marché accusait encore leur apparemment. — Enfin, voici que, sur ce marché commun, le franc français jouait dans les transactions du franc belge le rôle d'aîné et cela leur donnait, décidément, la ressemblance de deux frères : la psychologie les avait donc reconnus comme tels et n'hésitait pas à les traiter de même.

La Conséquence de l'intimité dans laquelle nous venons de pénétrer est aussi claire que son Origine : dans l'équation du change belge, les facteurs auxquels nous nous sommes attachés dans nos deux premières parties : Inflation, Balance des Comptes, Budget, Dette ne sont que des paramètres, c'est-à-dire les caractéristiques du milieu propre au franc belge, et la véritable, la seule variable indépendante, c'est le franc français.

Resté soumis au régime de l'or comme le franc suisse, le franc belge par sa vertu même aurait été soustrait à l'influence du franc français ; dès lors que descendu au régime du cours forcé et que mis, de par son milieu, en état d'infériorité, il devenait, au contraire, exposé à tous les entraînements, dont celui du franc français.

Variable indépendante dans l'équation du change belge, le franc français était lui-même fonction, en vertu de l'équation de son propre change, des diverses variables interdépendantes que nous avons mises en évidence dès les premières lignes de cette étude. La grande pitié du franc belge étant donc faite, principalement, de la misère du franc français, à travers lui, il supportait la peine de toute l'inflation française qui avait commencé avec la guerre, ainsi que de tous les déséquilibres financiers français qui s'étaient succédé. Derrière lui, surtout, il suivait les variations des facteurs psychologiques qui, jusqu'à ces derniers temps, ont été les grands meneurs du franc français, en créant, tantôt à son profit, tantôt à son détriment, des courants prépondérants de capitaux. Dans ce qu'ils ont de général, les deux chapitres que nous avons antérieurement consacrés aux

« éléments psychologiques » caractérisent également, dans ce qu'elles ont d'essentiel, les dominantes du franc français. Pour adapter ces exposés à la France, il suffirait d'y retoucher les détails spécifiques et d'y ajouter quelques observations circonstanciées sur la relation qui, dans ce pays, a uni la « conjoncture » économique à la « conjoncture » politique.

Or, en 1925, il advenait que le franc français aggravait sa réputation déjà compromise. Cette année fut, en effet, singulièrement fertile, en France, en inflations nouvelles. Il y eut d'abord, sous le ministère Herriot-Clémentel, l'inflation-surprise : pour régulariser des découverts occultes consentis au Trésor, le Parlement s'était vu obligé de relever de 4 milliards le montant des avances de la Banque de France à l'Etat, ainsi portées de 22 à 26 milliards (Convention du 7 avril) et à porter de 41 à 45 milliards le maximum de la circulation fiduciaire (loi du 15 avril). M. Caillaux, ministre des Finances d'un premier Cabinet Painlevé, fit voter, à la hâte, le 26 juin, un nouveau projet d'inflation de 6 milliards pour faire face aux demandes de remboursement des Bons du Crédit National et du Trésor, venant à échéance, au gré des porteurs, au cours de l'été et qui s'élevèrent à 8.070 millions. M. Painlevé, ministre des Finances de son second Cabinet, au cours de la discussion de projets d'assainissement financier, qui ne rencontrèrent pas plus de succès sous son patronage que n'en avaient eu d'antérieurs, sous le signe de M. Caillaux, dut également presser le vote d'une nouvelle inflation de 1.500 millions, au titre des avances de la Banque à l'Etat (loi du 23 novembre). Enfin, pendant les trois semaines (22 novembre-15 décembre) où il fût ministre des Finances du Cabinet Briand, M. Loucheur réclama et obtint d'augmenter le montant des avances de la Banque de France de 6 milliards (Convention du 24 novembre), ce qui le porta à 39 milliards et demi et éleva la limite d'émission à 58 milliards et demi (loi du 4 décembre). Période trou-



ble de l'histoire du franc français où la confiance publique était en forte baisse et le Trésor en grande disette; où les événements politiques et l'inflation fiduciaire rivalisaient pour provoquer des alarmes nouvelles tant à l'intérieur qu'à l'extérieur.

En vérité, M. Janssen était fondé, dès le milieu de 1925, à être mal impressionné par le franc français et à prévoir l'accentuation de sa chute. De plus, en rapprochant les dates, il n'est pas interdit de penser que les entretiens poursuivis à Washington par les délégués belges au règlement de la dette de la Belgique envers les Etats-Unis avaient été saupoudrés de bons avis à l'adresse de leur Gouvernement et que ces délégués revenaient d'Amérique avec une Convention et beaucoup de conseils ou tout au moins d'encouragements pressants. M. Janssen devait, en particulier, y trouver de quoi édifier sa religion sur l'entraînement dont le franc belge était l'objet de la part du franc français; si l'on voulait éviter le pire pour le premier, il fallait rompre au plus tôt avec le second, cet impérialiste, cet entêté, d'où venait tout le mal. Comment les yeux de M. Janssen n'auraient-ils pas été complètement dessillés? Comment M. Janssen ne se serait-il pas senti pressé de consommer cette rupture?

Le certain, c'est que les situations de la France et de la Belgique, si dans le passé elles avaient pu revêtir des apparences similaires, étaient, en 1925, nettement tranchées. Economiquement et politiquement, la France était aux antipodes d'une régularisation monétaire: accentuation constante de l'inflation, échec des pourparlers de M. Caillaux à Washington, attitude politique du Gouvernement et de la Chambre, tout l'en éloignait. En Belgique, au contraire, sauf à choisir le moment opportun, les temps, à cet égard, étaient révolus: équilibre presque recouvré du budget, conventions relatives à la dette extérieure, réparation de la majeure partie des dommages causés par la guerre, évolution des esprits, union des

partis dans la volonté d'assainir définitivement les finances, bref, l'économique comme le politique avaient peu à peu conduit nos voisins jusqu'au seuil de la stabilisation.

Ce seuil, M. Janssen ne le franchit, cependant, qu'avec timidité, et sans grandes ambitions.

Son *but* immédiat et limité était, par une dévaluation de fait, de maintenir au franc belge une valeur propre et définie, de nature à permettre tout retour éventuel au standard-or. De propos délibéré, par conséquent, ni déflation par emprunt intérieur — « le projet actuel ne contient aucune dose de déflation » — ni consolidation de la dette flottante dont l'aménagement est, non une condition de l'opération, mais une conséquence de la confiance dans le maintien de la valeur de l'unité monétaire; ni dévaluation légale : moins une stabilisation que de la stabilité.

Dès novembre 1925, dans la *Revue Economique Internationale*, le commentateur, aussi anonyme qu'officieux, des projets du Gouvernement auquel nous nous sommes déjà référé, précise explicitement la portée de ceux-ci : « Le Gouvernement n'a pas voulu rompre avec tout espoir de voir le franc belge se relever quelque jour. Il a tenu à laisser une porte ouverte. A toute dépréciation ultérieure du franc, il oppose une barrière infranchissable. Au contraire, s'il s'agit d'une modification dans un sens favorable (la livre à 90 au lieu de 100 francs, par exemple), le Gouvernement pourra revenir plus tard sur le taux de stabilisation. Mais il est clairement dit que cela ne se fera que si les circonstances économiques l'imposent d'elles-mêmes. Ceci exclut toute contradiction intentionnelle de la circulation. »

Voilà qui laissait aux victimes de l'inflation l'espoir d'une amélioration de leur sort, car, on le voit, l'objectif véritable et modéré était d'empêcher le franc de subir une dépréciation ultérieure. A cet effet, on réduira le rôle humain à mettre en mouvement les quelques mécanismes primaires qui suffisent à une stabilisation de

fait et le jeu des facteurs naturels de l'équilibre économique fera le reste. Suivant la formule de M. Janssen dans son exposé des motifs, « ce sera à l'avenir qu'il appartiendra de réaliser les cours de la dévaluation correspondant au rétablissement économique et financier du pays (1) ». Cette espérance, cette confiance dans l'avenir, nous nous souvenons les avoir déjà rencontrées et ne s'exprimaient-elles pas en termes presque identiques au soir des ministères Theunis et au matin du ministère Pouillet-Vandervelde. Au début de 1925, on attendait tout du seul équilibre budgétaire. Entre temps, on avait compris que le mieux, pour être aidé par le ciel, est encore de s'aider soi-même et l'on s'était décidé à pénétrer sur le terrain de la stabilisation. Mais voici que, ce nouveau pas fait, on se reprenait à penser que le reste serait donné « par surcroît » et à tout attendre des événements.

... Theunis, Janssen, types représentatifs de ces générations d'hommes, élevés dans le culte du franc, image lui-même et symbole du crédit de l'Etat, qui ne peuvent se résoudre à la diminution de cet héritage de leurs pères. En eux habite la foi, car ils ne comprennent cette unité monétaire que loyale comme l'or dont l'a faite la Révolution et que fidèle à l'honneur, comme elle l'a été pendant plus d'un siècle...

Tel était le *Caractère général* du programme de M. Janssen. En voici, à présent, l'*Economie* précise.

L'assainissement minimum élaboré par M. Janssen comportait quelques préliminaires ; puis, d'un geste unique, le Gouvernement devait rendre la Banque Natio-

---

(1) « Une raison d'opportunité commande de ne pas procéder à la « dévaluation légale du franc belge », déclarait encore le Ministre à la Chambre.

La *Revue Economique Internationale* dit de même :

« Après tout, il y a toujours dans les phénomènes monétaires une « large part d'inconnu, due aux impondérables d'ordre psychologique « et aux imprévisibles de la politique, et il n'est peut-être pas mauvais de réserver l'avenir ».

nale maîtresse de son billet ; après quoi, celle-ci avait la charge du reste.

Une *opération de change* sera entreprise et — à l'époque où le ministre des Finances saisissait les Chambres de ses projets — elle était en cours pour désannexer le franc belge du franc français.

Le *budget* sera rigoureusement équilibré et cet équilibre cessera définitivement d'être dans les mots pour entrer dans les faits.

Ces conditions préliminaires remplies, l'œuvre de stabilisation proprement dite sera, à son tour, abordée. Divorce du franc belge et de l'or, union du franc belge et du crédit de l'Etat, telles sont les deux tares dont souffre la monnaie. La situation inverse seule est saine et c'est elle qu'il s'agit de rétablir. Il faut donc unir le franc à l'or et prononcer le divorce entre le franc et le crédit de l'Etat. Ce double but, un seul et même moyen, *un emprunt extérieur* en devises-or, permet de l'atteindre — en grande partie, pour le nouveau divorce, et entièrement pour la nouvelle union. — Le montant de l'emprunt, en effet, servira d'abord à éteindre d'autant la dette de l'Etat vis-à-vis de la Banque, puis, entre les mains de celle-ci, à assurer à un taux de stabilisation, qui sera fixé ultérieurement, la convertibilité du billet en or ou à son choix en devises-or. Autrement dit, la dette de l'Etat envers la Banque sera remplacée par une couverture réelle, en or ou en valeur-or.

La réforme repose donc en majeure partie sur la Banque et, œuvre de longue haleine, elle ne se conçoit que si l'Institut d'émission est assuré de son *privilege* pour de longues années. Celui-ci venant à échéance dans deux ans environ, il faudra donc le renouveler.

Enfin, et avant la fin de l'année 1925, l'*Union latine* sera dénoncée. Si l'on s'en tient aux faits, elle a cessé d'exister depuis la guerre. Mieux vaut profiter de l'occasion pour régulariser cet état de choses.



Législativement le programme de M. Theunis se traduisit donc comme suit :

1° Au point de vue *budgétaire* :

a) *le budget des voies et moyens pour l'exercice 1926, qui fut promulgué le 31 décembre 1925 ;*

b) *trois lois du 31 décembre 1925 et une loi du 2 janvier 1926, portant modification ou créations d'impôts.*

2° Au point de vue *monétaire* proprement dit :

a) *La loi du 26 février 1926 « relative à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire ;*

b) *la loi du 26 février 1926 « prorogeant la durée de la Banque Nationale de Belgique et modifiant certaines dispositions des lois combinées des 5 mai 1850, 20 mai 1872 et 26 mars 1900 relatives à cette institution ainsi que des lois des 10 mai 1850, 20 mai 1872 et 26 mars 1900 réglant le service du caissier de l'Etat. »*

Ces deux lois de même date avaient été précédées, le 10 février 1926, par une « *Convention entre l'Etat et la Banque Nationale de Belgique* ».

## CHAPITRE V

### LE BUDGET DE 1926

L'équilibre budgétaire, nécessaire pour qui se propose d'assainir les finances d'un pays, est indispensable à qui en veut stabiliser la monnaie.

Pénétré tout le premier de cette vérité, qu'il avait contribué à répandre, M. Janssen déposa le 12 novembre 1925, sous trois titres (budget ordinaire, budget extraordinaire (1), budget des régies) (2) et dix-neuf budgets élémentaires, le projet de budget de l'exercice 1926 où il s'appliquait à demander à des recettes d'un rendement certain cet équilibre rigoureux dont M. Theunis n'avait été séparé que par l'espace d'un dernier pas.

Un des premiers actes du ministère Pouillet avait été, en effet, de faire voter par le Parlement le *budget de 1925* préparé par M. Theunis et que nous avons antérieurement résumé. Nous donnons ci-dessous dans la même contexture la loi budgétaire de 1925 elle-même.

---

(1) Les dépenses et les recettes extraordinaires, ainsi que les dépenses recouvrables et les recettes de réparations étaient comprises dans un même budget; dans ce cadre, elles apparaissaient néanmoins séparément.

(2) Toutes les régies dépendant du Ministère des Chemins de Fer, Marine, Poste et Télégraphe, sont de nouveau réunies dans un même projet de budget, comprenant, en outre, le service de l'Aéronautique, l'Office des services de l'électricité et l'Office central des imprimés.

| BUDGETS                     | RECETTES  | DEPENSES             | DIFFERENCES |
|-----------------------------|-----------|----------------------|-------------|
|                             | —         | —                    | —           |
|                             |           | (milliers de francs) |             |
| Ordinaire .....             | 4.268.007 | 4.526.390            | — 258.383   |
| Extraordinaire .....        | 115.821   | 611.711              | — 495.890   |
| Dépenses recouvrables ..... | 976.707   | 928.345              | + 48.362    |
| Exploitation .....          | 1.752.523 | 1.758.226            | — 5.702     |
| Chemin de fer               | »         | 450.970              | — 450.970   |
| Extraordinaire .....        |           |                      |             |
| Régies                      |           |                      |             |
| Marine, Postes              | 349.004   | 388.404              | — 39.400    |
| Télégraphes                 | 1.984     | 130.960              | — 128.976   |
| Extraordinaire .....        |           |                      |             |
| Totaux .....                | 7.464.046 | 8.795.006            | — 1.330.960 |

Pour réduire le déficit, on comptait sur les plus-values d'impôts qui s'affirmaient depuis le vote, en Décembre 1924, du budget des Voies et Moyens, car les 120 millions d'impôts nouveaux annexés à ce dernier budget et auxquels M. Theunis avait réduit ses prétentions primitives, n'avaient pas été votés. Malheureusement, de nombreux dépassements de crédits non limitatifs s'élevant à près de 400 millions l'accrurent au contraire. Le réajustement des traitements des fonctionnaires sans compensation de recettes d'impôts et la dépréciation du franc entraînant un accroissement du montant des dépenses en furent les principales causes.

Quant au projet de *budget de 1926*, il se récapitulait comme suit :



| BUDGETS                             | RECETTES  | DEPENSES             | EN PLUS   |
|-------------------------------------|-----------|----------------------|-----------|
|                                     |           |                      | ou        |
|                                     |           |                      | EN MOINS  |
|                                     | —         | —                    | —         |
|                                     |           | (milliers de francs) |           |
| Ordinaire .....                     | 5.326.149 | 5.322.750            | + 3.399   |
| Extraordinaire {                    |           |                      |           |
| Extraordinaire proprement dit ..... | 148.879   | 394.580              | — 185.701 |
| Réparations .....                   | 525.195   | 659.254              | — 134.059 |
| Régie {                             |           |                      |           |
| Régie {                             |           |                      |           |
| Exploitation .....                  | 2.328.034 | 2.344.704            | — 16.670  |
| Extraordinaire .....                | »         | 443.104              | — 443.104 |
| Totaux .....                        | 8.328.257 | 9.104.392            | — 776.135 |

Passons sommairement en revue ses diverses parties :

1° *Budget ordinaire.*

Par rapport à 1925, compte tenu des crédits supplémentaires votés pour cet exercice, les évaluations des dépenses ordinaires accusaient une augmentation de 402 millions de francs. Et, cependant, sur quinze budgets, onze sont en diminution, effort d'autant plus méritoire que l'indice des prix de détail était monté, d'octobre 1924 à octobre 1925, de 513 à 533 et que la péréquation des traitements des fonctionnaires avait dépassé les prévisions de 100 millions. L'accroissement des quatre autres budgets (Dettes, Travaux publics, Industrie, Travail et Prévoyance sociale, Affaires économiques) était inévitable. En particulier, la majoration de la dette publique, — 19 %, — était due à la dépréciation du change et aux nouvelles charges extérieures, y compris celles afférentes à la Convention de Washington, ainsi qu'au futur emprunt de stabilisation et celle du budget de l'Industrie et du Travail, — 25,5 %, — à la mise en application, à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1926 des lois de l'assurance-vieillesse et invalidité du 10 décembre 1924, ainsi qu'au virement au budget ordinaire de crédits affectés à la constructions d'habitations à bon marché.

L'équilibre du budget ordinaire était réalisé à l'aide de 440 millions d'impôts nouveaux en vertu :

1° de la loi du 31 décembre 1925 portant « *modification de la législation en matière d'impôts directs et de taxes y assimilées* (1) » ;

---

(1) Les principales dispositions peuvent s'en résumer ici :

- a) Augmentation de la taxe mobilière sur le revenu des actions;
- b) Révision des modalités d'application de la taxe professionnelle et de la super-taxe;
- c) Restriction des exemptions en matière d'impôt sur le mobilier;
- d) Relèvement de la taxe sur les automobiles et autres véhicules à moteur ou à vapeur;
- e) Création d'une taxe d'Etat sur les véhicules non visés au littéra d, ainsi que sur les chiens et sur les débits de boissons fermentées ou spiritueuses;
- f) Transformation de la redevance fixe sur les mines en une redevance proportionnelle aux bénéfices de l'extraction;

2° de la loi du 31 décembre 1925 portant « *modification de certains droits d'entrée, d'accès, du droit proportionnel de la consommation* » ;

3° de la loi du 30 décembre 1925 portant « *modification aux marques de fabrique et de commerce, aux dessins et modèles industriels et à la propriété industrielle en général* » ;

4° de la loi du 2 janvier 1926 portant « *modification aux lois sur les droits de timbre, d'enregistrement, de greffe, d'hypothèque, de succession ainsi qu'au régime des péages des voies navigables administrées par l'Etat* ».

L'extension de la taxe de transmission (1) et l'aggravation des droits de succession (2) en même temps que l'élévation du minimum imposable au titre de la taxe professionnelle et de la supertaxe, — qui équivalait à exonérer d'impôts directs plus d'un million et demi d'assujettis, c'est-à-dire les trois quarts des travailleurs manuels, dont le revenu représentait plus du tiers du revenu national et, au total, à réduire les recettes de 80 millions, — étaient particulièrement caractéristiques de la politique fiscale de la nouvelle Chambre.

Le tableau suivant en était également représentatif (3) ;

---

g) Révision de la contribution personnelle sur les domestiques et sur les chevaux ;

h) Modification des taxes sur les spectacles et sur les jeux et paris ;

i) Péréquation des parts attribuées aux provinces et aux communes dans le produit des impôts cédulaires ;

j) Prorogation du délai d'établissement des impôts spéciaux.

(1) Non seulement la taxe est maintenue et légèrement augmentée, mais elle est étendue aux produits végétaux de la culture indigène autres que les fruits et légumes ; aux engrais ; au beurre ; aux céréales destinées à la panification, etc... La délivrance d'une facture devient obligatoire pour toute vente dont le prix est supérieur à 30 fr.

(2) Les droits de succession dans leur ensemble ont été majorés de plus de 50 %.

(3) Nous n'avons pas donné ce même tableau pour l'année 1925, parce que dans le projet de budget de cet exercice, il avait été établi en tenant compte des 120 millions nouveaux impôts demandés par M. Theunis. Or, ceux-ci ne furent pas votés.

|                                                                        |       |        | Augmentation<br>par rapport<br>à 1913 |
|------------------------------------------------------------------------|-------|--------|---------------------------------------|
| Contributions directes .....                                           | 1.240 | 35,03  | 1.653 %                               |
| Taxes de { Droits de douane . . .                                      | 589   | 16,63  | 818 %                                 |
| consommation { Droits d'accise ...                                     | 468   | 13,22  | 394 %                                 |
| Droits d'enregistrement, timbres,<br>succession, hypothèques, etc. ... | 1.243 | 35,12  | 1.445 %                               |
|                                                                        | 3.540 | 100,00 | 4.310 %                               |

Le Ministre des Finances avait dû composer avec la majorité de la Chambre qui, en raison de ses tendances démocratiques ou des promesses électorales de ses membres, était hostile à tout accroissement d'impôts qui serait supporté principalement par la masse et poursuivait une « croisade sur la fortune acquise ».

Ainsi présenté, ce projet de budget donnait, cependant, prise à la critique, car son équilibre n'était acquis qu'au prix d'un prélèvement de 200 millions sur les recettes du plan Dawes. Or, les déclarations des précédents gouvernements avaient expressément réservé les ressources de cette origine à la réparation des dommages de guerre, puis à l'amortissement de la dette flottante. Bien plus, ils en avaient pris l'engagement vis-à-vis des souscripteurs de l'emprunt de 30 millions de dollars contracté en 1924 aux Etats-Unis.

On se chargea de le rappeler : M. Janssen avait compté sans les tuteurs que la Belgique avait commencé et continuait à se donner en des prêteurs d'outre-mer et d'ailleurs. Au milieu de l'émoi général provoqué par cette manifestation éclatante de « vassalisation du pays », force lui fût donc de renoncer à ces 200 millions et d'équilibrer son budget sur les bases de remplacement suivantes :

Economie par nouvelles réductions sur les  
dépenses ..... 50 millions



Recettes complémentaires par nouveau renforcement d'impôts dans le cadre de la législation existante ..... 150 millions (1)

Si, en 1926, il fallait 650 millions d'impôts nouveaux pour équilibrer le budget, combien M. Theunis avait vu juste qui, dès 1924, en désirait 400 et, si les partis politiques ne les avaient pas marchandés, constamment égal à sa tâche, il aurait couronné son œuvre et cela eût coûté moins cher à la Belgique.

Ce premier acompte de 650 millions sur le prix de la stabilisation donna à réfléchir au pays qui se demanda si la compression des économies avait été poussée aussi loin qu'elle aurait pu l'être. *Le Moniteur des Intérêts Matériels* à l'aide d'un tableau comparatif des propositions budgétaires de 1926, avec les crédits votés pour 1914 mit en évidence que le coefficient moyen des dépenses administratives se trouvait porté à 7, alors que l'indice moyen d'augmentation du prix de gros était, pour 1925, de 5,5 environ « Pareil accroissement » des « charges de l'Administration n'est pas négligeable, » écrit-il », puisque si on pouvait les épargner, cela se « traduirait par une diminution de 780 millions, près de « deux fois le montant de la première tranche (440 millions) d'impôts nouveaux ». Il faisait ressortir que les dépenses d'administration proprement dites s'élevaient à un peu plus de deux milliards, soit 540 francs par tête d'habitant. M. Franck en donnait l'explication en exposant à la Chambre que la Belgique appauvrie d'après-guerre dépensait un milliard-or de plus qu'en 1914 et que si, au 31 juillet 1914, l'Etat avait 29.000 fonctionnaires, non compris le personnel des régies ces

---

(1) Estimation plus serrée du produit des impôts votés; rentrée d'impôts spéciaux (bénéfices de guerre et bénéfices exceptionnels), et 80 millions environ de nouveaux impôts (taxes nouvelles et majorations d'impôts sur les polices d'assurance, les droits de timbre, les opérations de Bourse, etc...).

mêmes fonctionnaires étaient encore au nombre de 46.000 (1).

Après les économies auxquelles M. Janssen s'était évertué, tout ce qu'il put faire fut de reconstituer sur des nouvelles bases la Commission technique instituée par M. Theunis.

2° *Budget extraordinaire et budget des régies.*

De très importantes réductions avaient été opérées dans ces budgets (2).

M. Janssen estimait, en effet, que « l'une des raisons qui ont contribué à rendre la situation financière difficile tient dans le fait que l'Etat s'est engagé dans un programme trop vaste de travaux publics, dont le coût total dépasse sa capacité d'emprunt, circonstance d'autant plus grave que l'Etat traîne derrière lui une dette flottante exagérée ».

Aussi, en 1926, n'était-il prévu qu'une dépense de 334 millions pour des travaux d'outillage indispensables (au lieu de 612 millions en 1925), dépense couverte par des recettes jusqu'à concurrence de 148 millions.

Pour le surplus, ainsi que pour couvrir le déficit du budget des réparations et des régies, soit 780 millions, le ministre des Finances comptait sur les ressources que devaient procurer au Trésor :

|                                                                                                  |               |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| 1° la rentrée des impôts arriérés .....                                                          | 555 millions. |
| 2° la liquidation des biens séquestrés et de la réa-<br>lisation des biens domaniaux.....        | 75 —          |
| 3° le remboursement partiel par la Colonie des<br>avances qui lui ont été faites par l'Etat..... | 150 —         |
| Total .....                                                                                      | 780 millions  |

---

(1) Ils avaient augmenté par rapport à la plus forte compression de M. Theunis, par suite, surtout, de la mise en application de nouvelles lois sociales.

(2) Le budget extraordinaire proprement dit était réduit de 45 %. Celui des dépenses recouvrables de réparations de 29 %.

A la suite de plusieurs renvois à la Commission du budget, et après plusieurs jours et plusieurs nuits de séances, la Chambre des Représentants avait adopté le budget des Voies et Moyens, par 115 voix contre 24 et 4 abstentions, et voté la loi relative au montant des impôts par 111 voix contre 38 et 9 abstentions, le tout pour le 30 décembre 1925 (1).

C'était un élan de bon augure pour le projet de loi de stabilisation.

---

(1) . Le budget général de 1926 (dépenses), ne devait être voté qu'en juillet 1926 sous le ministère suivant.

## CHAPITRE VI

### LES CRÉDITS EXTÉRIEURS ET L'EMPRUNT DE STABILISATION

#### L'ABOLITION DU COURS FORCÉ ET SES CONSÉQUENCES

Pour assurer la stabilité du franc belge, d'abord pendant une période préliminaire, dite de « préstabilisation », où les oscillations du change sont contenues autour du cours de stabilisation envisagé ; puis, lors de la stabilisation de fait, et, enfin, de la stabilisation de droit, pour fournir les demandes de change, des réserves de devises étaient nécessaires au Gouvernement belge.

Ces réserves de devises, le Gouvernement les demanda à des *Crédits étrangers*, pour la préstabilisation, et à un *Emprunt extérieur*, pour la stabilisation.

Au titre des *Crédits étrangers* figure, d'abord, un prélèvement de 40 millions de dollars sur le produit des deux derniers emprunts contractés aux Etats-Unis. A la suite de l'emprunt de 50 millions de dollars à 6 %, de Décembre 1924, mentionné antérieurement, un second emprunt d'égal montant et d'égale durée (30 ans), mais à 7 %, avait été définitivement conclu par l'éphémère ministre Van de Vyvere et mis en souscription le 1<sup>er</sup> juin 1925 (1). Ces 40 millions étaient demeurés in-

---

(1) Le communiqué officiel publié en Belgique, le 12 juin, au sujet de cet emprunt, en annonce le succès et ajoute : « La poussée des changes qui s'était fait sentir la semaine dernière, se trouve déjà enrayée, et une réaction se dessine nettement : « Notre franc manifeste de plus en plus sa tendance à l'autonomie. « Il se détache progressivement du franc français dont on l'a longtemps considéré comme solidaire. Les fluctuations du franc français et du franc belge n'ont pas encore perdu complètement ce parallélisme qui surprend les plus avertis, mais son influence est moins marquée. Déjà, nous semblons nous rapprocher du pair français, alors qu'en janvier nous touchions encore au cours de 103 francs français ; nous sommes parvenus progressivement



tacts entre les mains de la Banque Nationale, en vue d'un effort décisif à l'automne 1925, parce que, en accord avec les milieux financiers internationaux, elle prévoyait pour cette époque une période difficile pour le franc français. Lorsque le franc belge avait manifesté un certain fléchissement, la Banque Nationale n'était pas intervenue et s'était réservée.

En second lieu, dès les premiers jours d'octobre 1925, M. Janssen s'était rendu à Londres et, de là, à Amsterdam et à Bâle. Il retourna enfin à Londres, où des pourparlers furent poursuivis les 14, 15 et 16 Octobre et, à cette dernière date, un accord était signé qui assurait au gouvernement belge un premier crédit de 27 millions et demi de dollars (1).

Comment fut utilisée cette masse de manœuvre ?

Un équilibre naturel s'étant trouvé établi en août et septembre, entre 107,5 et 110 francs pour une livre, et les cours s'étant améliorés aux environs de 107 francs, à la seule nouvelle des projets de stabilisation, le gouvernement résolut de s'y maintenir. Et comme, depuis le mois de juin, avec accentuation à partir d'octobre, le franc français allait se détériorant graduellement, il

---

« à atteindre le cours de 101 fr. 15, le 10 juin. Ces résultats sont  
« d'autant plus remarquables qu'ils ont été acquis en période de  
« crise politique. Qu'un Gouvernement stable donnant les néces-  
« saires garanties de prudente administration financière soit cons-  
« titué, et l'on verra surgir peu à peu les conséquences reconfor-  
« tantes des efforts poursuivis pour assainir notre monnaie natio-  
« nale. »

(1) Ici encore, les communications de la presse sont intéressantes. Voici donc la substance d'une déclaration de M. Janssen à la suite de ses voyages.

Le Ministre confirme que le concours des principaux marchés financiers étrangers qui sont à l'étalon d'or (Etats-Unis, Angleterre, Suisse, Hollande et Suède), est, dès à présent, acquis, sous réserve de l'approbation du Parlement. M. Janssen, en effet, entend bien, en une matière aussi grave, ne pas mettre le Parlement devant le fait accompli, mais prévoyant que la réalisation de l'ensemble du programme gouvernemental exigera plusieurs mois, et, soucieux d'éviter un accident en cours de route, « il a cru devoir « prendre les précautions nécessaires ». « Ici encore », dit-il, « je « trouve à l'étranger les concours les plus précieux, et je suis « revenu de Londres ayant dans ma poche une bonne police d'as- « surance, portant la signature des représentants d'établissements

décida une intervention puissante, et à double effet, car il mena deux opérations de front : ne se bornant pas à créer un marché de change propre au franc belge et étranger au franc français, ce qui eût suffi à consommer le « décollage » des deux devises, il pesa lourdement sur le franc français pour en diminuer la valeur. Et, de fait, la livre, après avoir, en moyenne, coté en francs français 102,85 et 109, 20, en septembre et octobre, monta brusquement à 122,64 et 128,90 en novembre et décembre, et la valeur moyenne du franc français en francs belges, au cours de ces deux derniers mois, fut de 87,33 et 82,53.

C'est donc avec une singulière vigueur, avec une énergie de néophyte, que le Gouvernement, pour extirper plus sûrement le mal jusqu'à la racine, avait entrepris un traitement qui cherchait, à la fois, à rattacher à des cellules monétaires saines ce qui subsistait du franc belge et, par surcroît de préservation, à détacher même celles-ci de la cellule contaminatrice. L'opinion publique était à l'unisson : on en trouve la preuve dans les commentaires par lesquels un Economiste comme le professeur G. de Leener célébrait, dans *L'Indépendance Belge*, du 17 décembre 1925, la dissociation des deux devises et dont voici le passage le plus suggestif :

—« La valeur de notre franc est accrochée à un cours dont elle ne s'écarte guère. »

« Sa fixité fait contraste avec la chute rapide dans laquelle l'imprévoyance financière des Gouvernements et l'impuissance du Parlement français ont entraîné leur monnaie nationale. L'intangibilité de notre monnaie, en dépit du danger de pareille contagion, est du meilleur augure pour le succès final de la stabilisation entreprise par le Gouvernement, de concours avec la Banque Na-

---

« financiers de premier ordre appartenant à divers pays. Cela permettra d'assurer pendant la période intermédiaire la stabilisation des changes et d'arrêter un budget basé sur un franc ferme, résultat qu'il ne serait pas possible d'atteindre avec un franc instable. »

tionale... On ne peut assez se féliciter de l'à-propos avec lequel le franc belge a été détaché par les premiers efforts de la stabilisation. Nous ne nous aventurons certes pas en avançant que, sans celle-ci, la livre sterling coûterait peut-être, à Bruxelles, 140 ou même 150. Voilà où nous en serions si le « décollage » si impatiemment attendu ne s'était enfin produit. »

Une période d'accalmie suivit, et la situation du marché s'améliora au point que la Banque Nationale, par suite du mouvement de bascule de la spéculation, put reconstituer une partie appréciable de sa réserve de change.

Pendant que se poursuivait l'opération de dégagement du franc, et qu'une stabilisation avant la lettre était réalisée, le Gouvernement entreprenait des négociations en vue de l'émission de l'*Emprunt de stabilisation* proprement dit, lequel devait servir, à la fois, on s'en souvient, à un remboursement de l'Etat à la Banque Nationale et comme couverture de change. Dès le mois de Décembre, on annonçait que, le 2 de ce mois, M. Janssen et M. Lepreux, Vice-gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, avaient achevé à Londres, avec les représentants des diverses banques étrangères intéressées, la mise au point des modalités techniques concernant l'extension des crédits étrangers en vue de l'opération de l'assainissement monétaire. Et l'on ajoutait que M. Van de Vyvere, Ministre de l'Agriculture, et M. Hautain, Gouverneur de la Banque Nationale, s'étaient embarqués, le 4, à New-York, où ils venaient de participer à des pourparlers du même ordre. Les Etats-Unis, l'Angleterre, la Hollande, la Suède et la Suisse donnèrent l'assurance de leur appui.

Le Gouvernement belge et la Banque Nationale furent d'accord pour fixer le montant de l'emprunt à 150 millions de dollars, soit, au cours de l'époque, 3 milliards environ de francs belges. Deux considérations générales semblent seules avoir conduit à la détermination de ce

chiffre : le taux de stabilisation, qu'on avait l'intention de fixer au voisinage des cours actuels du change, c'est-à-dire, en chiffres ronds, à 100 francs, pour la livre sterling, et la couverture des billets en circulation, que l'on se proposait d'apprécier largement, parce qu'il s'agissait d'une monnaie en convalescence.

« Parce que la Belgique a vécu de longues années de maladie, parce qu'elle va subir une opération monétaire, parce qu'elle est affaiblie et exposée à des assauts répétés, il faut que la situation qu'on va lui faire soit particulièrement solide. »

« D'ordinaire, quand les temps sont calmes et les circonstances favorables, on estime qu'une réserve métallique d'un tiers ou de 40 % suffit amplement. Dans notre cas, pour éviter tout risque, en tenant compte du fait que la quantité de monnaie en circulation est probablement encore excessive, même au niveau présent des changes et des prix, on a jugé nécessaire de porter à 60 ou 65 pour cent la proportion de l'encaisse métallique aux billets. C'est ainsi que le Gouvernement et la Banque sont tombés d'accord pour estimer qu'un emprunt de 150 millions de dollars serait à la fois nécessaire et suffisant (1). »

Quant aux conditions de l'emprunt, en dehors de tout document écrit, même sur les négociations, on en est réduit aux données assez vagues qui circulèrent alors dans la presse : il aurait été question d'un intérêt de 7 à 8 %, d'une durée d'une trentaine d'années, et les prêteurs auraient réclamé, avant émission, un budget rigoureusement en équilibre. Que pouvait-on espérer de plus modéré ?

C'est à cet emprunt en puissance et à son usage que s'appliquait la loi du 26 février 1926 relative à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire, qui fut votée à la Chambre des Représen-

---

(1) *Revue économique internationale* (Novembre 1925).



tants, dans un débat très court, à une écrasante majorité (115 voix contre 3 et 22 abstentions).

Son article premier est ainsi conçu : « Le Gouvernement est autorisé à contracter à l'étranger, aux conditions qu'il déterminera, un ou plusieurs emprunts, pour un montant total n'excédant pas 150 millions de dollars ou leur équivalent. »

Pourvue du montant de cet emprunt, la Banque Nationale allait pouvoir reprendre le remboursement suspendu, depuis le 2 août 1914, de son billet en espèces ou en valeurs-or. C'est ce que précise immédiatement l'article 2, ainsi conçu :

« Est abrogé le paragraphe premier de l'article unique de l'arrêté royal du 2 août 1914, confirmé par l'article 4, paragraphe 3 de la loi du 4 août 1914, en temps qu'il dispense la Banque Nationale de Belgique, jusqu'à nouvel ordre, de l'obligation de rembourser ses billets en espèces. »

« Le paiement à vue des billets s'effectuera, au choix de la Banque, soit en métaux précieux, or et argent, celui-ci évalué sur le prix de l'or, soit en valeurs-or sur l'étranger, selon les règles prévues par la présente loi.

« Un arrêté royal fixera la date de la mise en vigueur des présentes dispositions. »

Ces dispositions appellent deux observations. On voit tout d'abord que, légalement, la convertibilité est pleinement rétablie. Elle est absolue et générale ; aucune distinction n'est faite, comme parfois en pareil cas, entre les demandes de change provenant de l'intérieur et les besoins de règlements extérieurs.

Pratiquement, cependant, on remarquera que l'article 2 institue une période transitoire de « Gold exchange standard », car, durant les premières années, la Banque aura soin de conserver son or et de remettre des chèques. Du point de vue de la stabilisation, l'effet sera le même, puisque le porteur de billets belges, avec le titre qui lui sera remis, pourra se procurer ailleurs

de l'or. Mais ce passage par le « Gold exchange standard » obvie à certains inconvénients, telle la difficulté de trouver et de transporter la masse d'or nécessaire ; ou offre plusieurs avantages : maintien de réserves sur les grandes places ayant l'étalon-or, ce qui incite celles-ci à appuyer la réforme ; économie des frais de transports, si d'importants retraits ont lieu, et surtout allègement sensible des charges de la réforme.

« L'expérience permet de croire qu'on retirera d'avoirs à l'étranger une moyenne de 3 à 4 %. Si l'on admet que l'emprunt à l'étranger sera émis au taux de 7 à 7 1/2 %, la charge réelle se trouvera, grâce à ces rentrées, diminuée de moitié. L'étalon-or de change représente donc une économie de moitié par rapport à l'étalon-or pur et simple. »

Au surplus, l'Etat ayant la charge de l'emprunt, il était juste que le revenu du placement des valeurs sur l'étranger remises à la Banque par l'Etat fût attribué au Trésor. Tel est, en effet, l'objet du premier paragraphe de l'article 4 de la Convention intervenue le 10 février entre la Banque et l'Etat.

Quant au taux de stabilisation, il devait être fixé ultérieurement. « Le paiement des billets à vue en devises au pair de l'or, ainsi que l'achat par la Banque des mêmes devises, se feront à des taux qui ne pourront dépasser les limites des points de sortie et d'entrée de l'or, par rapport au cours de stabilisation. Ce cours sera fixé par arrêté royal délibéré au Conseil des ministres. Cette délibération aura lieu après consultation de la Banque Nationale. Il ne pourra être modifié qu'en vertu d'une loi » (art. 4 de la loi.)

Proclamer d'avance le taux de stabilisation n'eût-ce pas été faire le jeu des spéculateurs et exposer la réforme à l'un des plus gros risques qu'elle pût encourir ? Minimum de secret, en vérité, dont puisse s'entourer une entreprise de redressement monétaire légal, car, sur ce point ultime, à défaut des autres, l'acte doit marcher de

pair avec la parole. Cependant, on pouvait fixer les limites de ce taux : une certaine marge subsistant entre le pouvoir d'achat du franc à l'intérieur et à l'extérieur, « par voie de compromis, le taux de stabilisation sera cherché en un point quelconque de cette marge, mais sûrement pas en dehors. »

Le Ministre des Finances, prenant en considération la notable différence existant entre le pouvoir d'achat intérieur et extérieur du franc belge, différence qui réagit favorablement sur la capacité d'exportation de l'industrie, estimait qu'il était dangereux de prendre des mesures définitives à cet égard avant que la supériorité du pouvoir d'achat intérieur sur le pouvoir d'achat extérieur ait été éliminé. Le taux ne s'écarterait donc pas beaucoup des cours du change du moment et l'intention du Gouvernement était bien de cristalliser la situation au point où elle était arrivée, ce qui n'excluait nullement certains mouvements, certaines variations contenues entre les limites étroites des « gols points » du régime d'étalon or pur et simple. Rappelons-le expressément : il ne s'agissait ici que d'une stabilisation et non d'une dévaluation, « d'une stabilisation par le bas, non exclusive d'une revalorisation par le haut » (1).

Autant que sur la convertibilité en or du billet de banque, autant que sur un budget en équilibre et sur d'autres supports techniques, toute stabilisation repose sur la confiance publique. Il était donc naturel que le Gouvernement fit confiance à la confiance, et c'est pourquoi, tout en subordonnant l'entrée en vigueur de cette disposition à un arrêté royal, l'article 3 de la loi déclarait : « La loi du 25 janvier 1923 est abrogée en ce qui concerne l'exportation et l'importation des valeurs. »

Les raisons d'éluder cette loi disparaissaient avec la levée du cours forcé, alors que son maintien risquait de faire obstacle à l'importation de capitaux en Belgique et d'entraver le rapatriement des capitaux investis par les Belges au dehors.

---

(1) Louis Franck, *La Stabilisation monétaire en Belgique*.

\*  
\*\*

L'étalon-or de change, tout autant que l'étalon-or pur et simple, signifie monométallisme-or. D'où, en dernier lieu, l'idée logique de dénoncer l'*Union latine*, laquelle n'était, d'ailleurs, plus elle-même bimétalliste.

« Bien que des mesures en préparation ne touchent pas aux dispositions légales sur lesquelles repose l'Union Latine, puisqu'elles ne modifient en rien la définition légale du franc et ne démonétisent aucune des anciennes pièces d'or ni d'argent, mieux vaut mettre le droit en harmonie avec les faits. »

La liquidation se fera sans peine. Elle eût pu être onéreuse avec un seul des contractants : la Suisse. Mais la difficulté avait été résolue par un arrangement conclu quelques années auparavant. A l'égard des autres co-contractants, la Belgique se trouverait, sans doute, dans une situation favorisée, mais elle était prête, dans leur propre intérêt, à tous les compromis désirables.

Cette dénonciation était, avant tout, un geste symbolique (1) destiné à affirmer l'indépendance de « l'Union économique belgo-luxembourgeoise », vis-à-vis des pays avec lesquels la Belgique était liée jusque-là par un pacte monétaire. »

La France était du nombre, et il s'agissait de briser tout lien monétaire avec elle (2).

Préface de la stabilisation, la dénonciation devait donc être notifiée par la Belgique à ses associés monétaires.

---

(1) *Bulletin Quotidien de la Société d'Etudes et d'Informations économiques*. Supplément du 23 janvier 1926.

(2) Il n'est pas sans intérêt de rapprocher ce geste de la déclaration suivante faite par M. Janssen dans sa conférence du 5 janvier 1925 à la Société Française d'Economie politique : « Ce serait « acte grave que d'abandonner la base juridique sur laquelle repose « cette communauté qui de fait ou de droit a existé près d'un siècle « entre la France et la Belgique ».



## CHAPITRE VII

### LE REMBOURSEMENT DES AVANCES DE LA BANQUE NATIONALE A L'ÉTAT

### LE RENOUVELLEMENT DU PRIVILÈGE DE LA BANQUE NATIONALE

Au 31 décembre 1925, les principaux postes du bilan de la Banque Nationale de Belgique se présentaient comme suit (millions de francs).

#### ACTIF

|                                                      |         |
|------------------------------------------------------|---------|
| Encaisse métallique .....                            | 353,5   |
| Portefeuille étranger .....                          | 30,2    |
| Total ( <i>Couverture</i> ) .....                    | 383,7   |
| Portefeuille-effets .....                            | 1.386,4 |
| Avance à l'Etat pour le remboursement des marks..... | 5.200,0 |
| Dette interprovinciale reprise par l'Etat.....       | 480,0   |
| Avances sur fonds publics belges.....                | 292,0   |

#### PASSIF

|                                                                 |                    |         |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------|---------|
| Comptes-courants                                                | Trésor .....       | 2,4     |
|                                                                 | Particuliers ..... | 268,0   |
| Ensemble .....                                                  |                    | 270,4   |
| Circulation fiduciaire .....                                    |                    | 7.568,1 |
| Total ( <i>Engagements à vue</i> ) .....                        |                    | 7.838,5 |
| Rapport de la <i>Couverture</i> aux <i>Engagements à vue</i> .. |                    | 4,89 %  |

Les promesses de paiement que l'Etat avait remises à la Banque Nationale subsistaient donc pour un montant de 5.680 millions.

Pour désolidariser le billet de banque du crédit de l'Etat, il n'était d'autre moyen que le retrait par un *remboursement de l'Etat*, sous une forme ou sous une autre, de ces promesses de paiement.

Mais telle était l'importance de la somme que son « *remboursement* » fut prévu en trois temps.

a) L'article premier de la loi du 26 février 1926, dont nous avons déjà cité divers articles dans le chapitre précédent, disposait, tout d'abord, dans le corps de son texte, que le produit de l'emprunt de 150 millions de dollars contracté à l'étranger « sera exclusivement affecté dans l'ordre suivant :

« 1° Au remboursement des Bons du Trésor, au capital de 480 millions de francs, représentant une partie de l'ancienne dette interprovinciale et reposant dans le portefeuille de la Banque Nationale de Belgique ;

« 2° D'une partie des Bons du Trésor délivrés à cette institution en vertu de l'article 2 de la loi du 24 octobre 1919. »

C'était là la ratification de l'article premier de la *Convention* intervenue, quelques jours auparavant, le 10 février, entre *l'Etat et la Banque Nationale*, dont le propre article premier était ainsi conçu :

« L'Etat cédera à la Banque Nationale les valeurs sur l'étranger qu'il aura acquises à l'aide de l'emprunt prévu à l'article premier du projet de loi relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire, contre restitution, a dûe concurrence des Bons du Trésor visés audit article. »

Voilà donc un premier remboursement, à caractère massif, aussi simple que substantiel, et d'environ 3 milliards de francs belges de l'époque, puisque l'emprunt prévu devait être de 150 millions de dollars.

b) Intervenaient, en second lieu, dans le même ordre d'idées, l'article 5 de ladite loi du 26 février, ainsi que les articles 2 et 3 de ladite Convention du 10 février, qui s'exprimaient ainsi :

Le premier : « Le taux de stabilisation fixé en conformité de l'article 4 sera appliqué à l'encaisse métallique de la Banque Nationale, pour l'établissement de sa situation et de son bilan. La comptabilisation en francs des avoirs à l'étranger se fera d'après la même règle. »

Et les seconds : « La Banque est autorisée à réaliser l'argent compris dans son encaisse métallique, à condition d'affecter à des achats d'or le produit de cette réalisation. »

« L'accroissement d'actif à résulter de la réévaluation de l'encaisse métallique sera abandonné par la Banque à l'Etat, déduction faite, toutefois, de tous impôts ou prélèvements quelconques au profit de l'Etat qui pourraient être perçus à l'occasion de la réévaluation des immeubles et de l'incorporation de ceux-ci et de la réserve au capital social. L'Etat utilisera la somme ainsi mise à sa disposition pour rembourser à la Banque un montant correspondant de Bons émis, conformément à la loi du 24 octobre 1919, en représentation des avances faites à l'Etat pour le retrait des monnaies allemandes. »

Les chiffres de l'actif du bilan de la Banque Nationale visés dans ces articles se présentaient alors en chiffres ronds comme suit :

|                                                                   |              |
|-------------------------------------------------------------------|--------------|
| Encaisse-or .....                                                 | 274 millions |
| Encaisse-argent et billion 91,5 équivalent à 30 millions or ..... | 30 —         |
| Traites et disponibilités-or sur l'étranger.....                  | 30 —         |
| <hr/>                                                             |              |
| Soit, ensemble .....                                              | 334 millions |

Réévalués en une monnaie n'ayant plus, comme à l'époque, que le quart environ de sa valeur primitive, ces sommes deviennent respectivement :

|                                                  |                |
|--------------------------------------------------|----------------|
| Encaisse-or .....                                | 1.096 millions |
| Encaisse-argent et billon (1) .....              | 120 —          |
| Traites et disponibilités-or sur l'étranger .... | 120 —          |
| <hr/>                                            |                |
| Soit, ensemble .....                             | 1.336 millions |

D'où, exprimée en unité monétaire nouvelle, une augmentation d'actif d'environ 1 milliard. C'est cet accroissement d'actif qui, suivant les textes, était abandonné à l'Etat et utilisé par lui à un « remboursement » à la Banque.

C'est, en effet, ainsi qu'on est accoutumé de dénommer l'usage qui est fait en pareil cas dans le bilan d'un Institut d'émission de la réévaluation de son actif. Mais cet usage n'a, en fait, d'un remboursement que le nom, car il ne s'agit proprement que d'un amortissement, et l'on joue sur les mots, pour masquer un simple jeu d'écritures et prolonger symboliquement sur ce point le geste du remboursement.

L'opération se réduit, en effet, à ceci : la réévaluation de l'encaisse de la Banque fait apparaître, eu égard à la valeur nouvelle de la monnaie, un bénéfice purement comptable, une réserve jusque-là occulte.

Il est évident que ni l'Etat, ni les actionnaires de la Banque, ni les porteurs de billets ne peuvent prétendre distraire du sein de la Banque, pour un profit personnel, un tel bénéfice, lequel, d'ailleurs, en soi, n'est pas légitimement distribuable. Il ne saurait donc servir qu'à amortir un poste de l'actif, et, pour l'Etat, pour la Banque, pour les porteurs de billets, c'est-à-dire pour la nation, il n'y a pas de plus urgent amortissement que celui de l'avance de la Banque à l'Etat.

Dès lors, désormais et jusqu'à due concurrence, le poste du passif, qui correspondait le plus directement à cette créance, c'est-à-dire la Circulation, a pour contrepartie à l'actif, aux lieu et place de celle-ci, l'encaisse

---

(1) Cette réalisation est une conséquence de la dénonciation par la Belgique de l'Union latine.



réévaluée. Autrement dit encore, l'Etat abandonne à la Banque le profit intégral de la réévaluation de son encaisse, sous la condition de considérer qu'une somme égale de billets cesse d'être au compte de l'Etat pour ressortir désormais à la circulation commerciale.

Voilà à quoi aboutissait, en définitive, en Belgique, la reprise des marks.

c) A la suite de son remboursement pour trois milliards et de son amortissement pour un milliard, le tout, toujours en chiffres ronds, la dette de l'Etat envers la Banque se trouvait réduite au solde de 1.680 millions.

A la résorption de celui-ci, — dernier temps du programme, — l'on pouvait attacher deux sortes de ressources.

Le second paragraphe de l'article 5 de la Convention prévoit :

« Si un arrangement relatif à la reprise des marks n'est pas intervenu, dans l'entretemps, entre l'Etat belge et le Reich allemand, une Convention entre le Gouvernement et la Banque règlera le mode de remboursement du solde de la dette de l'Etat envers la Banque. Cette Convention sera établie et soumise à la ratification des Chambres avant le 1<sup>er</sup> janvier 1930. »

D'autre part, l'article 7 de la loi prorogeant la durée de la Banque Nationale, dont il sera question ci-après, attribuait à l'Etat une part des bénéfices annuels de la Banque et, d'une telle participation, on n'apercevait de meilleure utilisation que son application, au sein des comptes mêmes de la Banque, au solde débiteur de l'Etat. « Si l'on évalue à 60 millions par an, en moyenne, cette participation, les derniers Bons du Trésor auront disparu du portefeuille avant trente ans. »

Dans quelle mesure la succession de ces « remboursements » dégageait-il — selon le vœu de M. Janssen — le billet de banque du crédit de l'Etat ?

Dans son montant originel de 5.680 millions, l'avance de la Banque à l'Etat représentait, à elle seule, 75 % de

la circulation fiduciaire, puisque celle-ci s'élevait, en moyenne, à 7.600 millions. Lorsque — premier stade — cette avance aura été éteinte de 4 milliards, le billet de banque reposera pour 22 % environ sur les Bons du Trésor correspondant à 1.680 millions ; pour 60 % environ, sur l'encaisse-or, comprenant l'emprunt de stabilisation de 3 milliards de francs-papier, et, pour le solde, sur les effets de commerce et les autres postes de l'actif.

\*  
\*\*

Les exposés qui précèdent ont fait ressortir combien, à la faveur du projet de réforme monétaire, s'étaient resserrés les liens qui unissaient la Banque Nationale et l'Etat, et quels services nouveaux et prolongés le Gouvernement attendait de l'Institut d'émission.

Or, le privilège de la Banque expirait pratiquement le 31 décembre 1928 (1). Il était donc logique, à la fois, de rénover son statut et de *prolonger ce privilège*. Avant de stabiliser la monnaie, il était rationnel de stabiliser l'Institut d'émission, devenu Centrale de Change et Chambre de compensation des devises.

Ce fut, en effet, là l'objet de la seconde des lois du 26 février 1926 que nous avons antérieurement annoncées. Elle est le résultat d'un projet gouvernemental sensiblement amendé et qui, dans sa dernière teneur, fut voté par 110 voix contre une et 24 abstentions.

Au Sénat, les deux lois du 26 février 1926 furent votées à l'unanimité moins 4 voix. L'esprit civique très élevé qui avait dominé la discussion l'avait emporté sur toutes les objections techniques et autres.

Malgré diverses innovations, cette loi laisse intacte les principes essentiels de celle qui l'avait précédée. Les dispositions essentielles en sont les suivantes :

---

(1) La loi du 26 mars 1900 avait renouvelé ce privilège jusqu'en 1930. Mais il est de tradition en Belgique de régler cette question deux ans au moins avant l'échéance du privilège.

1° Le privilège d'émission est prolongé jusqu'au 31 décembre 1952 (art. 3).

2° Le capital de la Banque est porté à 200 millions. Cette augmentation sera réalisée à l'aide de trois sommes de 50 millions provenant respectivement de la réserve, de la réévaluation des immeubles et de la souscription de 50.000 nouvelles actions, à des conditions qui seront déterminées par un arrêté royal, la prime d'émission devant être portée à la réserve (art. 4 et 6).

Bien qu'on se soit proposé d'ajuster ainsi le capital de la Banque aux conditions monétaires nouvelles, la comparaison du bilan avant et après opération permet de constater que, en valeur-or, le fonds social nouveau est encore inférieur de plus de 50 % à l'ancien.

3° Le partage des bénéfices est établi comme suit (art. 7) :

Les actionnaires reçoivent un premier dividende de 6 %.

De l'excédent : 10 % vont à la réserve ; 10 % sont répartis au Conseil d'administration, au Conseil des censeurs et au personnel. Le surplus est attribué, pour trois cinquièmes, à l'Etat, et deux cinquièmes aux actionnaires, à titre de second dividende.

Sous le régime précédent, la part de l'Etat était de 25 %, mais il les touchait immédiatement après l'attribution d'un dividende de 4 % aux actionnaires et avant tout prélèvement pour la réserve.

De leur côté, diverses redevances reconnues à l'Etat sont adaptées aux circonstances.

4° Les opérations auxquelles la Banque est autorisée et celles qui lui sont interdites sont explicitement précisées (art. 8 et 9).

5° Le nombre des membres du Conseil d'administration et des censeurs est augmenté de trois membres, représentants qualifiés de l'Industrie, du Commerce, de l'Agriculture et des Ouvriers, c'est-à-dire de l'intérêt général (art. 17 et 18).

6° Enfin, — particulièrement important au point de vue monétaire — le nouvel article 12 de la loi organique est ainsi conçu :

« La Banque émet des billets au porteur, le montant des billets en circulation sera représenté par des valeurs facilement réalisables.

« La Banque est tenue d'avoir une encaisse-or en devises étrangères convertibles en or égale au tiers du montant de ses engagements à vue. Ce montant est fixé à un maximum de huit milliards et demi de francs. Ce maximum s'augmentera automatiquement d'une somme correspondante au surcroît de métal ou de devises-or qui s'ajouterait éventuellement à l'encaisse, telle qu'elle aura été arrêtée à la date qui sera fixée par l'arrêté royal prévu à l'article 2 de la loi relative à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire.

« Moyennant l'accord du Gouvernement, la limite déterminée à l'alinéa 2 du présent article pourra être dépassée, pendant trois mois au plus, d'une somme de 500 millions de francs. »

Ce texte met aux engagements à vue de la Banque un plafond de 8 milliards et demi ; le total de ces engagements étant de 7.850 environ, il restait aux émissions de billets une marge de plus d'un demi-milliard.

L'article précité prévoit, en outre, que l'encaisse-or (ou en devises-or) de la Banque devait être au moins égal au tiers des mêmes engagements à vue. Il résulte de cette règle aussi bien un nouveau « plafond », — tant que celui-ci ne dépasse pas 8 milliards et demi, — pour les engagements à vue et, partant, pour la circulation, qu'un « plancher », si l'on ose dire, pour l'encaisse-or de la Banque. Une fois l'emprunt-or de 3 milliards de francs réalisé et joint aux 1.340 millions-or de l'actif de la Banque pour former une encaisse-or de 4.340 millions, c'était, avant tout, à ce dernier but que pareille prescription pouvait servir, car c'était, alors, vis-à-vis des engagements à vue, le maximum de huit milliards et



demie qui jouait, et non, bien entendu, celui d'environ 13 milliards qui serait résulté de cette encaisse, tandis qu'au contraire, vis-à-vis de l'encaisse-or, c'était le minimum de 2.620 millions, représentant le tiers des 7.850 millions d'engagements à vue, qui pouvait intervenir pleinement et utilement.

Les restrictions du nouvel article 12 constituent des innovations. En particulier, jamais auparavant il n'avait été fixé de plafond aux engagements à vue, et semblable mesure est souvent le propre du régime du cours forcé. La limitation de la circulation, qui en est la conséquence implicite, se justifiait, cependant, en l'espèce, parce qu'elle prémunissait la Banque contre la tentation d'utiliser à des escomptes et à des avances, par de nouvelles émissions de billets, la réserve de devises étrangères mises entre ses mains pour soutenir le change.

Une disposition additionnelle prévoyait que la loi ne sortirait ses effets qu'à la date qui serait fixée par un arrêté royal délibéré en Conseil des ministres et après consultation de la Banque.

## CHAPITRE VIII

### LES CRITIQUES DIRIGÉES CONTRE LE PROJET

On s'en est déjà rendu compte : la tentative de stabilisation de M. Janssen n'avait pas brusqué l'opinion.

Ebruité dès le commencement de Septembre 1925 ; exposé le 28 de ce même mois à un groupe de banquiers qui furent invités à constituer un syndicat pour améliorer le marché de la rente belge ; précédé de communiqués officieux, tels que celui qui parut dans la presse du 9 Octobre et qui en donnait l'économie complète, ou celui qui fut lu par M. Janssen aux journalistes, le 20 octobre, à la suite des négociations poursuivies sur les places extérieures ; révélé dans sa teneur exacte par son dépôt sur le bureau des Chambres, le 12 Novembre ; voté, enfin, fin février 1926, le projet de stabilisation s'est longuement offert à la critique.

L'accueil de l'étranger fut généralement favorable. En Belgique, l'intention de stabiliser ne rencontra guère que des partisans, ayant eu pour effet de cristalliser les aspirations diffuses que nous avons antérieurement constatées. La confiance que les grandes puissances manifestaient envers la Belgique et les desseins de son Gouvernement étaient un réconfort ; à son tour, la Belgique y trouvait toutes raisons d'avoir confiance en elle-même et en ces desseins. Enfin, un régime qui se présentait avec le double mérite d'être une assurance contre la dépréciation du franc et d'en réserver toute l'appréciation faisait illusion et ralliait beaucoup d'hésitants. Si, donc, les critiques émanèrent surtout des compatriotes de M. Janssen, pour qui la réforme était « *res nostra* »,

elles portèrent surtout sur ses conditions d'exécution et son opportunité. En tout cas, sur ces terrains, elles déchaînèrent de larges polémiques.

Nous ne nous attarderons pas à celles de ces observations qui ne sont pas ici essentiellement spécifiques. Ce n'est pas, par exemple, à l'occasion de la stabilisation conçue par M. Janssen, mais de toute stabilisation où la valeur extérieure de la monnaie est supérieure à sa valeur intérieure que l'on peut prévoir un renchérissement de la vie et redouter une crise industrielle; renchérissement et crise qui, en Belgique, avaient, d'ailleurs, précédé, en 1925, toute stabilisation.

De même, nous n'insisterons pas sur celles des appréhensions alors formulées que nous avons déjà élucidées, tel l'état de la balance commerciale, qui n'est qu'un élément d'un tout, la balance des comptes, et, de toutes les opinions exprimées, nous ne retiendrons que les critiques du plan gouvernemental qui permettent d'en éclairer davantage l'*Economie et les Pivots*, ou d'en faire ressortir les *Lacunes* et les erreurs de *Méthode*...

Dans l'*Economie* de ses projets, le grand penser de M. Janssen était la recherche d'une simple stabilisation sans dévaluation légale, d'une stabilisation contre la baisse. C'est ce qu'on taxait d'utopie en représentant pareille stabilisation comme une espèce de quadrature du cercle (1) ou de machiavélisme (2), en soupçonnant M. Janssen de vouloir réaliser « l'équivalence entre le niveau des prix des pays à monnaie saine et celui des prix belges, par un relèvement ultérieur de la valeur du franc », avec l'aide de la spéculation alléchée par l'opposition au prix de la livre d'un maximum susceptible d'être abaissé par la suite. Jeu dangereux, car il faut compter avec les retours de la spéculation quand, déçue

---

(1) Louis Franck : *La Stabilisation monétaire en Belgique*.

(2) Ansiaux et Olbrechts, professeurs à l'Université de Bruxelles : *L'Assainissement monétaire. Un contre-projet*.

par l'arrêt définitif de la hausse du franc, elle sera vendeuse de la devise belge et, en tout cas, instabilité critique pour les entreprises industrielles, qui auront tout lieu de craindre que les frais exposés par elles ne soient pas couverts par les prix de vente, en baisse avec la hausse du franc. Toute la Belgique a besoin d'un mètre des valeurs qui soit invariable comme celui des longueurs : « Donnez-nous, le plus vite possible, cet étalon vraiment fixe des valeurs et vous aurez rendu au pays un service plus grand qu'en empêchant, par des calculs d'ailleurs hasardeux, la réadaptation de la valeur intime à la valeur externe de la monnaie. »

Les *Pivots* des nouveaux projets sont, on s'en souvient, un Emprunt extérieur et un Rremboursement à la Banque Nationale.

En ce qui concerne l'Emprunt, on s'est attaqué, à la fois, au Principe et à la Charge qu'il entraînait.

Au Principe d'abord. Au cours d'une discussion importante qui s'est produite, en janvier 1926, au Conseil général du parti ouvrier, l'un des orateurs, M. Barnich, dont la compétence en matière économique est reconnue, s'est vivement attaqué à l'idée de l'Emprunt extérieur et a suggéré que l'on devait tenter l'Emprunt à l'intérieur, en forçant au besoin les possesseurs de devises à les déclarer et en réquisitionnant ces devises, s'il était nécessaire.

Il était évident que cette mesure n'aurait pas donné le résultat qu'on en attendait, et qu'elle était, au contraire, pleine de dangers. M. Jansen fit observer que l'Emprunt intérieur devait être réservé à une autre fin : la consolidation, en temps voulu, de la dette flottante. En outre, il n'aurait fourni que très peu de devises et il risquait de provoquer des offres de francs, car nombre de souscripteurs auraient essayé d'acquérir des monnaies étrangères. Loin de concourir à stabiliser la monnaie, un tel emprunt ne pouvait tendre qu'à la déprécier irrémédiablement.

On a déploré également, non sans une certaine émo-



tion, l'ingérence des financiers de Londres et de New-York dans les finances de l'Etat. Mais il était impossible d'éviter cette situation, dès lors qu'on était résolu à stabiliser le franc : ce sont les peuple anglo-saxons, et surtout l'Amérique, qui, grâce à leurs richesses, commandent le marché financier ; si elle avait besoin de leur concours pour rétablir ses finances, — et nous verrons par la suite combien il s'imposait, — la Belgique devait se résigner à accepter leurs conditions.

Quant à l'augmentation de Charge due à l'Emprunt, elle devait être de l'ordre de 250 à 300 millions par an et, évidemment, on allait substituer à une dette qui ne coûtait rien, celle de l'Etat envers la Banque, une dette représentant une fraction importante du budget de l'espèce. Mais, semblable charge était inévitable et faisait partie du prix de la stabilisation. A ce propos, on a souvent cité la justification suivante des défenseurs du projet : « Sait-on qu'une dépréciation de dix points sur la livre représente une augmentation d'environ un milliard dans l'évaluation en francs de notre dette extérieure et un alourdissement correspondant du service des intérêts et de l'amortissement ? Vraiment, ce serait un faux esprit d'économie que celui qui hésiterait à dépenser un franc pour un épargner dix ou davantage. »

Sans doute. Mais ne peut-on être économe à moindres frais et, pour stabiliser, est-il donc nécessaire d'assigner à l'Emprunt un montant aussi élevé que celui auquel le Gouvernement s'est arrêté ? Le Gouvernement a mal posé le problème (1). Il a pris comme donnée la dette de l'Etat envers l'Institut d'émission et, soucieux d'affranchir, autant qu'il était possible, le billet de banque du crédit de l'Etat, il s'est arrêté au chiffre de 3 milliards, parce qu'ajouté au milliard produit par la revalorisation de l'encaisse-or, ce montant permet un remboursement à la Banque qui ne laisse subsister qu'un résidu de dette pratiquement inopérant sur le billet de banque.

---

(1) Substance de la brochure de MM. Ansiaux et Olbrechts.

Or, le remboursement intégral de la dette de l'Etat n'empêcherait pas le crédit du franc belge d'être à la merci d'événements politiques graves et, inversement, des incidents de peu de gravité, même en cas de non-remboursement, ne troubleraient pas sérieusement le crédit du franc belge.

Le problème, en réalité, est tout autre, et, dès lors, du point de vue de la stabilisation, le chiffre de 3 milliards fixé comme il vint d'être dit, est parfaitement arbitraire. Il ne s'agit pas ici, en effet, d'un remboursement à la Banque, question essentiellement différente ; mais, avant tout d'une couverture de change capable de faire face aux déséquilibres momentanés de la balance des comptes, et quelle coïncidence peut-il y avoir entre ces deux facteurs indépendants que sont le solde de la créance à la Banque, d'une part, et les besoins de la défense monétaire, d'autre part ?

Au contraire, par conséquent, serait-on sur la voie de la véritable solution si, analysant rationnellement la situation, on distinguait entre l'émission pour compte de l'Etat (4.680 millions, après réévaluation de l'encaisse) et l'émission ayant pour contre partie les crédits accordés à l'industrie et au commerce (2 milliards environ) (1). L'encaisse réévaluée de la Banque soit 1340 millions est suffisant pour couvrir la circulation commerciale augmentée des autres engagements à vue. L'Etat n'aurait donc qu'à pourvoir à la couverture des billets émis à son profit et, cette couverture, il la demanderait, pour le régime permanent, à un emprunt à long terme que l'on peut raisonnablement fixer à un chiffre voisin de la nouvelle encaisse-or et, pour les pointes, à des crédits à court termes, grâce auxquels on pourrait satisfaire aux demandes momentanées de devises. Dans la réalité, bien entendu, il n'y aura pas ainsi spécialisation de couverture et ce qui importe au point de vue de

---

(1) Différence entre la circulation totale de 7.600 millions et l'émission pour compte de l'Etat 5.680.

la convertibilité, c'est le rapport de l'encaisse globale au total des exigibilités ; dans les conditions qui précèdent, ce rapport sera environ 36 %, c'est-à-dire supérieur au rapport moyen en usage avant la guerre et à celui qu'ont sanctionné de récents exemples à l'étranger (1). Ainsi se trouvera réduite au minimum la charge que la réforme monétaire imposera au Trésor public, tout en assurant à la circulation une couverture métallique suffisante pour permettre le rétablissement de la convertibilité et en garantir le maintien.

Contre-projet élégant, par un côté, mais de vision étroite, par l'autre. Des deux maux qui peuvent atteindre le billet de banque, c'est fort bien, admettons-le, de guérir l'un, celui qui est extérieur : le cours forcé, au moindre coût ; mais, c'est escamoter l'autre, celui qui est intérieur : la confusion des crédits de la Banque et de l'Etat, que de l'écarter d'un simple mot. Tout pays dans la situation où se trouvait la Belgique avant la stabilisation se refusera vis-à-vis de ce dernier mal à d'autre remède que d'en couper la racine même c'est-à-dire d'extirper du bilan de la Banque toute trace d'émission étatiste ; l'assainissement véritable n'est qu'à ce prix.

Cependant, en pareil cas, il se trouve toujours des sophistes pour contester que l'Etat ait une dette envers l'Institut d'émission. En France, cette thèse a, d'ores et déjà, été soutenue (2). En Belgique, fin 1925, d'aucuns allèrent plus loin que MM. Ansiaux et Olbrechts, en professant que la Banque Nationale, s'étant bornée, pour la reprises des marks, à émettre des billets qui ne lui ont rien coûté, la remise de valeurs-or entre ses mains était injustifiée et aurait simplement pour conséquence d'accroître la puissance de l'Institut d'émission. Il est vrai,

---

(1) La Banque Nationale autrichienne a entrepris de stabiliser le change avec une réserve de 25 % de l'émission, et en Angleterre l'encaisse ne représente pas plus de 32 % de la circulation des billets de la Banque et des Currency Notes, augmentée des comptes courants.

(2) Par exemple, par M. Adolphe Landry, député, ancien ministre, dans les numéros des 4 et 10 février 1927 de *l'Information*.

a-t-on répondu, que la Banque n'a rien déboursé pour l'émission des billets substitués aux marks. Mais l'Etat ni la Banque, son mandataire, n'ont entendu reprendre les marks pour des billets sans valeur. Le remboursement de ces billets était suspendu par le régime du cours forcé ; ce régime aboli, le remboursement devient exigible et l'on ne peut concevoir une telle abolition de la part de l'Etat qu'à la condition, pour lui, de mettre à la disposition de la Banque des réserves de devises en quantité suffisante. Là encore, le mot « remboursement » faisait image ; évidemment, il n'y avait pas eu originellement, à proprement parler, remise par la Banque d'Etat, d'une valeur comme l'implique la notion de remboursement, mais un engagement pris par la Banque pour le compte de l'Etat, dans des circonstances où l'appui du crédit de celle-là était irremplaçable pour celui-ci, de telle sorte qu'il appartient à l'Etat au jour où cet engagement vient à échéance, d'en assurer la contre-partie c'est-à-dire la couverture. Pratiquement, l'opération est la même. « Quand on dit que l'Etat rembourse sa dette envers la Banque cela signifie tout bonnement qu'il met la Banque à même de faire honneur à un engagement pris pour lui (1) ». Et c'était là ménager à la fois et le crédit de l'Etat et le crédit de la Banque, pour le cas où les nécessités de l'avenir obligeraient à faire de nouveau appel au secours des billets.

On critiquait, enfin, le projet de M. Janssen, non seulement dans sa teneur, mais également, nous l'avons dit, dans ses *Lacunes* et dans sa *Méthode d'application*.

Ainsi mettait-on tout d'abord et particulièrement en évidence le danger que présente pour toute monnaie une Dette Flottante aussi importante que celle de la Belgique. A ce sujet les avocats de la réforme exposaient que « probablement, des mesures seraient prises parallèle-

---

(1) *Revue Economique Internationale* (novembre 1935).



« ment par le Ministre des Finances pour consolider peu  
« à peu cette dette flottante excessive et qu'en attendant  
« on pouvait émettre deux appréciations rassurantes ». Tout d'abord, il ne faut pas grossir exagérément l'importance des Bons du Trésor à trois ou six mois; ceux-ci sont, en effet, en majeure partie ou classés dans des portefeuilles privés ou chez des Banques auxquelles ils offrent l'emploi de disponibilités courantes. Il y a là un fonds dont l'utilité assure la continuité. « Aussi ne doit-on pas craindre outre mesure de violents mouvements de cette dette, alors, précisément que la stabilisation monétaire aura fait disparaître son point faible; la crainte du franc » (1). D'autre part, les deux questions, quoique liées, ne sont cependant pas confondues. « Si, au lendemain de la réforme, un mouvement excessif des Bons du Trésor menaçait la stabilité monétaire si péniblement acquise, la Banque Nationale se trouverait armée par la loi pour s'opposer aux emprises éventuelles du Trésor. Et la nécessité forcerait le Ministre des Finances à trouver, pour résoudre la crise de Trésorerie, d'autres moyens que le recours à la Banque; la monnaie ne s'en trouverait donc pas atteinte. »

Enfin il est probable que des mesures « seront prises par le Ministre des Finances pour consolider peu à peu l'excès de la dette flottante ». On doit reconnaître qu'il y avait dans ces propos une forte dose de narco-tique et les événements se sont suffisamment chargés de la révéler.

En généralisant, c'était toute la méthode d'exécution qui était mise en cause. « La préparation méthodique consisterait à assurer d'abord l'équilibre du budget avec une marge suffisante pour faire face à des variations de charge, à faire ensuite sinon la consolidation

---

(1) Ces mêmes avocats allaient jusqu'à dire à la Chambre des Représentants : « La dette flottante n'offre aucune urgence absolue, l'essentiel c'est que le Gouvernement ne la fasse pas disparaître de l'ordre de ses préoccupations essentielles ».

« des Bons du Trésor, du moins un effort suffisamment  
« vaste dans le sens de la consolidation ou de la réduction  
« ou encore d'avoir une combinaison de défense  
« établie et assurée pour que ces milliards de Bons du  
« Trésor ne soient plus une menace. Etant ainsi à couvert  
« du côté budgétaire et du côté de la dette flottante,  
« on fait l'opération monétaire comme conclusion,  
« comme couronnement de la politique d'assainissement. »

« Elle a le grand avantage de diminuer les risques  
« et aussi de réduire la gravité de la crise qui suit  
« souvent les redressements monétaires. Pendant que se  
« prendraient ces mesures, et que la Banque Nationale,  
« guérie de son optimisme, aurait renforcé son encaisse  
« métallique dans la mesure du possible le rétablissement  
« de l'équilibre entre le pouvoir d'achat intérieur  
« et le taux du franc sur le marché international se  
« serait graduellement opéré. Décidé à assainir la situation,  
« le Gouvernement n'aurait prêté la main à aucune  
« mesure tendant à corriger cette égalisation par une  
« nouvelle hausse des traitements et des salaires.  
« La Banque Nationale aurait, dans sa politique d'assainissement,  
« eu la même préoccupation. La crise aurait été  
« ainsi atténuée et, enfin, on aurait pu limiter le volume  
« de l'emprunt étranger (1). »

Au total beaucoup d'esprits avertis eussent souhaité qu'on commençât l'œuvre d'assainissement par le commencement c'est-à-dire qu'à l'abri d'interventions techniques sur le marché des changes, facilitées par des ouvertures de crédits au dehors, on entreprît prudemment, progressivement, l'application des vraies « recettes » pour remettre de l'ordre dans le pays : économies radicales, allègements de charges de l'Etat par une politique antiétatiste et anti-interventionniste, suppression des mesures restreignant la production, réduction de la consommation, bref toute une gamme de dispositions prépa-

---

(1) Louis Franck, *Le Flambeau*, 17 décembre 1925.

ratoires de circonstances qui se serait terminée sur l'accord final et logique de la stabilisation.

M. Janssen n'avait pas brusqué l'opinion, mais il brusquait son opération : il négligeait la préparation du terrain et les mesures qu'il s'était proposé, il voulait les entreprendre toutes à la fois, comme pour emporter la place dans l'élan d'un assaut.

C'est pourquoi l'*Etoile belge*, dès le 20 Octobre 1925, pouvait reproduire dans les termes suivants l'opinion d'une personnalité du monde économique.

« J'ai bien peur, voyez-vous, de cette stabilisation  
« brusquée. Depuis que j'y songe une comparaison me  
« hante : l'attaque brusquée du Chemin des Dames pen-  
« dant la guerre. Les plus hautes autorités militaires  
« étaient aussi convaincues que tout était prévu dans les  
« moindres détails, que la masse de manœuvre était  
« suffisante et que, dès lors, la victoire était une certi-  
« tude. Ce fut, hélas ! l'échec, malgré tout, en dépit de  
« tant de bonnes raisons. »

Et devant l'optimisme, puisé à des sources plus morales que techniques, des auteurs de la réforme, l'inquiétude se répandait.

## CHAPITRE IX

### L'ÉCHEC DES PROJETS DE M. JANSSEN

Fin février 1926, M. Janssen se trouvait, donc en possession des diverses pièces du mécanisme qu'il avait conçu. Celles-ci étaient savamment articulées et il n'y manquait plus que le levier de commande.

Or, soudain un coup de théâtre se produisit : quinze jours environ après la dernière consécration parlementaire, le lundi 15 mars, le « lundi noir », la livre, qui, depuis le mois de septembre, valait 106 à 107 francs belges, montait en une heure à 122 francs et, avant même d'être entré en jeu, l'appareil stabilisateur de M. Janssen gisait faussé sous la pression de ce change qu'il avait été destiné à équilibrer.

Comment expliquer une si brutale infortune ?

L'enquête révèle que les causes en furent à la fois internes et externes et c'est parce qu'en dernière heure, interférant les unes avec les autres, elles se conjuguèrent toutes que l'accident fut si brusque et si retentissant.

Il en est d'une opération monétaire, telle qu'une stabilisation, comme d'une opération militaire : le secret est un des éléments de succès. Or, dès l'origine, M. Janssen avait proclamé sa politique monétaire à la face du monde et il l'avait portée sur la place publique. Comme les mots ont leur magie, on avait généralement vu tout d'abord en Belgique dans la stabilisation annoncée un terme aux difficultés économiques vécues depuis la guerre. Par rapport à ce passé, le retour à l'or devait être, en quelque manière, le retour à l'âge d'or d'avant-guerre. D'autant plus, au contact de la réalité, s'égrènèrent avant l'événement et s'accumulèrent en un lourd poids mort tous



les désenchantements. Au lieu de s'accumuler un à un contre la stabilisation, ils se seraient, au contraire, graduellement dilués, si dans le secret du but final, le milieu avait été préalablement assaini et aménagé et, avec les transitions nécessaires, préstabilisé, non seulement en change, mais en toutes choses.

N'y avait-il pas près de six mois que la Belgique vivait dans l'attente de la stabilisation ? L'adhésion que l'opinion belge avait donnée à la décision gouvernementale avait donc été soumise à longue épreuve et elle avait insensiblement subi l'usure du temps. Sans s'être changée en hostilité, elle s'était émoussée au contact des événements, tempérée en face de préliminaires aussi onéreux que les nouvelles mesures budgétaires. Alors que pour stabiliser définitivement le franc, il aurait fallu « l'intelligence et la discipline de la nation, collaborant avec le Gouvernement » ou, comme le réclamait M. Janssen « la solidarité de tous en matière financière », l'élan originel était tombé, et avait fait place, dans beaucoup de milieux, à un réel malaise.

La *hausse des prix*, d'abord, avait en tout loisir de s'épanouir et les mécontentements qui l'accompagnent ordinairement de lever. Au sein du cartel socialiste et démo-chrétien de grandes clameurs s'élevaient du groupe des « purs » qui demandaient au Gouvernement ce qu'il entendait faire pour « juguler la vie chère ». Avec, il est vrai, un maximum en Novembre et Décembre, les prix de gros étaient en effet passés de 537 en mai 1925 à 556 en février 1926 et les prix de détail de 502 à 526. La différence entre les prix-or aux Etats-Unis et en Belgique oscillait autour de 30 points pour le gros et de 40 pour le détail. Contre la fatale attraction des prix-or mondiaux, ne pouvait prévaloir une certaine déflation produite par l'accroissement des charges fiscales et par la restriction de crédits pratiqués par la Banque Nationale. Le montant des billets en circulation de 7.760 au premier octobre 1925 avait été, en effet, ramené à 7.608

au 14 janvier et 7.415 au 25 février 1926 et, autant pour chercher à attirer les capitaux en renfort de l'opération de stabilisation que pour poursuivre à l'intérieur une politique d'argent cher favorable, elle aussi, à une certaine régression des prix, (réellement obtenue comme on vient de le voir au début de 1926) et propre, en même temps, à restreindre les importations, (ce qui ne fut pas réalisé), la Banque Nationale éleva successivement le taux de ses escomptes qui gravit l'échelle suivante : de 5,5 % à 6,5 % et 7 % en Novembre 1925 et, enfin, 7,5 % le 11 Mars 1926, de telle sorte que, de son côté, le portefeuille-effets à la Banque se réduisait de 1.395 millions au 15 Octobre, à 1.020, au 12 Novembre, 1.040 au 7 Décembre, 1.045 au 18 Février, 958 millions au 11 Mars.

Mais, hausse des prix et restriction de crédits eurent également pour conséquence une *réduction des exportations* et, surtout un *ralentissement de l'activité industrielle*.

*Réduction des exportations*, puisque, après avoir été de 1.200 mille francs en moyenne par mois en 1925, celles-ci tombèrent à 940 et 1.100 en Janvier et Février 1926, ou, encore mieux, que le déficit commercial fut de 1.262 mille francs pour les trois premiers mois de 1926, alors qu'il ne s'était élevé qu'à 833 pour les mêmes mois de 1925 et le tout était d'autant plus sensible pendant la période de préstabilisation que, toutes les opérations se liquidant, en définitive, à la Banque, le déficit général de la balance des paiements qui était versé en francs à cet établissement, il le restituait en devises sur le marché par prélèvements sur ses réserves, les francs n'étant pas remis en circulation.

Du resserrement des exportations, faut-il accuser le taux de la stabilisation et, alors qu'avant le 15 mars 1926, il n'avait soulevé aucune critique au Parlement, ni aucune opposition sérieuse dans le pays, est-on fondé, après l'événement, à le déclarer trop élevé ? Il ne semble

pas. Pendant la période de préstabilisation, l'index-or des prix de gros a varié en Belgique autour de 130, alors que celui de tous les grands pays, sauf la France et l'Allemagne où il s'élevait à environ 120, oscillait de 150 à 160. Sur les marchés extérieurs, les marchandises belges continuaient donc à être avantagées vis-à-vis des pays à change stable, mais elles étaient primées par les marchandises françaises et allemandes. Si donc le taux de stabilisation était responsable d'une réduction d'exportation, ce n'était que dans la mesure où il était trop élevé par rapport au franc français, qu'on avait tant repoussé, ou au mark, mais non par rapport au sterling ou au dollar. Et ceci juge la question, car c'est non vis-à-vis des plans mobiles français ou allemands, mais vis-à-vis du plan or, qu'il s'agissait de se régler.

Dans ces conditions, la Belgique ne pouvait conserver ou améliorer son standing commercial extérieur, qu'en comprimant ses prix de revient c'est-à-dire qu'en prolongeant la politique monétaire par une politique industrielle. Malheureusement, celle-ci était fortement handicapée par la politique budgétaire et la politique des salaires. La première faisait peser sur la production une charge fiscale très supérieure à la dépréciation monétaire : le coefficient moyen de dépréciation intérieur était de 5,5 %, tandis que le coefficient d'accroissement du budget ordinaire avait dépassé 6 et celui des budgets locaux 7 %. Quant à la politique des salaires, elle avait fini par aboutir à l'échelle mobile et c'est ici que se dressaient tous les contre-coups du *ralentissement de l'activité industrielle* que nous venons d'annoncer et qui alla jusqu'à tripler le nombre des chômeurs.

Après la prospérité des années 1923 et 1924, l'industrie traversait, en effet, une période difficile ; la situation était particulièrement grave dans les charbonnages où l'on voyait se constituer des stocks importants ne trouvant pas acquéreurs, symptôme, en même temps, de la crise des autres branches industrielles. Partout, on cherchait à diminuer les salaires, mais l'index-number

ne cessant de monter, c'étaient des augmentations que réclamaient, au contraire, les ouvriers : d'où, de graves conflits ; dans les charbonnages la grève put être évitée, mais elle sévit pendant cinq mois dans la sidérurgie. Du fait de la crise et, probablement aussi par suite de l'épuration que la Banque Nationale fit de son portefeuille, le nombre des faillites s'accrut. En 1925 il fut de 510 environ, alors qu'il ne s'était élevé qu'à 400 en 1924.

Ce n'était pas seulement dans les milieux industriels et commerciaux que *l'incidence des nouvelles lois fiscales* était supportée avec peine. Tous ceux que les nouvelles taxes avaient atteints se plaignaient amèrement du glissement qui s'était produit dans la répartition des impôts : en deux ans la fortune acquise avait vu ses charges accrues de 25 %, alors que d'autres matières imposables avaient bénéficié d'exonérations à caractère socialiste. Le programme fiscal du Gouvernement était donc fortement discuté. Dans le même sens, une campagne de conférences faites par le sénateur Maurice Despret, fondateur de la « Ligue d'Intérêt public pour la défense des porteurs de fonds d'Etat belge » et dirigées non contre la réforme, mais contre la politique financière générale du Gouvernement et sa fiscalité de classe, ne resta pas sans écho.

Et si l'on s'élève plus haut, il faut reconnaître que l'opinion publique belge, d'abord à peu près unanime sur la nécessité d'aboutir à la stabilisation monétaire, s'était divisée devant la *tendance socialiste du cabinet, de la Chambre et du pays*. Aussitôt après les élections du 5 avril se dessina une évolution du vieux parti conservateur vers d'importantes concessions aux éléments démocratiques qu'il contenait dans l'espoir d'arrêter ainsi la désertion des ouvriers chrétiens. Dès avant la rentrée du Parlement, en Octobre les extrémistes du parti ouvrier s'insurgeaient contre ceux des leurs qui détenaient des portefeuilles, exigeant l'application du « programme démocratique » du 5 avril et réclamant des actes, comme



le parti socialiste en France à la Fédération de la Seine. A la même époque, M. Vandervelde, revenant d'un voyage dans le midi de la France, en rapportait cette formule bien connue dans notre pays « qu'il faut prendre l'argent où il se trouve » et déclarait qu'on devait faire peser les charges nouvelles sur ceux qui pouvaient les supporter. Aux élections provinciales du 8 novembre, à ces « manières de parlements locaux au nombre de 9 qui gèrent les intérêts régionaux », les socialistes avaient remporté un éclatant succès, encore plus marqué qu'aux dernières élections législatives. Dans le pays, la campagne de M. Despret, qu'au 15 mars l'opinion socialiste dénoncera comme le « Pierre l'Ermite du défaitisme », provoqua sa réaction. Tout en affectant le mépris pour ceux qu'il traitait de « fascisticules », le parti ouvrier lançait dans le « Peuple » du 20 février un manifeste appelant tous les travailleurs groupés dans leur organisation syndicale « à la lutte contre la réaction et le fascisme ». Ces divers exemples entre mille autres.

En ce même 20 février, à la veille du vote des lois fondamentales de la stabilisation, le bruit courait avec persistance qu'une crise gouvernementale était imminente. Mis en cause, M. Janssen démentait formellement qu'il songeât à quitter le Gouvernement et déclarait « faire de la finance et non de la politique ». En fait, cependant le Ministère se désagrégeait, car le 24 février M. Van de Vyvere, ministre de l'agriculture, adressait au Premier Ministre sa démission « pour raison d'ordre personnel » et était remplacé par le comte Liedekerke ; d'autres démissions de membres modérés du Cabinet paraissaient imminentes. Aussi la « *Libre Belgique* », au lendemain du vote de la Chambre pouvait-elle écrire les paroles singulièrement prophétiques suivantes : « Si nous disons le plan Janssen peut réussir, nous n'hésitons pas à écrire qu'il est impossible, tout-à-fait impossible, qu'il réussisse avec les méthodes gouvernementales actuelles ; la démagogie socialiste, si elle

« reste au pouvoir, tuera inmanquablement son peu de chance de réussite. »

Tous ces germes psychologiques tous ces troubles économiques et politiques ne se développèrent pas impunément, car ils finirent par gagner le point névralgique intérieur : *La Dette Flottante*.

Peu de mois auparavant encore, à l'occasion du projet de budget de 1925, M. Theunis avait formulé à nouveau la doctrine de la matière : « Tant que la situation est normale, écrivait-il, tant que nous continuons à mériter le crédit dont nous avons besoin et qu'on nous donne, à l'intérieur comme au dehors du pays, l'importance de cette dette flottante n'offre qu'un danger relatif : elle se renouvelle automatiquement au fur et à mesure qu'elle devient exigible. Mais qu'adviendrait-il le jour où notre crédit fléchirait ? » Or, ce jour était arrivé. Et voici, tandis qu'il commençait, quelle était la doctrine du successeur de M. Theunis. Un an plus tard, elle se trouvait également formulée, en effet, dans l'exposé général du projet de budget, celui de 1926, et l'était en ces termes :

« De toute évidence, disait-il, il ne saurait être question de demander au marché des fonds publics à la fois la consolidation des Bons du Trésor et l'apport de capitaux frais ; le malaise dont souffre le marché des rentes s'en trouverait fortement aggravé. D'où provient ce malaise ? La véritable cause de cette dépréciation, c'est le manque de confiance dans l'avenir de la devise belge ; de plus en plus, le public s'éloigne des obligations à revenu fixe dont le cours fléchit à mesure que se déprécie le franc. Nous nous trouvons donc, ici, devant une nouvelle affirmation de la nécessité de stabiliser le pouvoir d'achat de notre monnaie. Aussi longtemps que notre franc n'aura pas acquis une valeur stable, l'épargne se détournera des fonds d'Etat, dans la crainte de ne recouvrer plus tard que des capitaux considérablement dépréciés. Ainsi donc, l'examen du problème de trésorerie nous amène à

« un conclusion identique à celle que nous avons formulée au chapitre précédent concernant l'équilibre du budget. La stabilisation de notre devise n'est possible que moyennant une large consolidation de la dette flottante, mais cette consolidation elle-même ne pourra être réalisée si l'on ne prend pas les mesures qu'exige l'assainissement de notre circulation fiduciaire. Il importe donc de faire un grand effort pour sortir du cercle vicieux où l'on se débat actuellement. »

Mais, ici, avant d'aller plus avant, précisons comment se présentait la dette publique belge au 31 décembre 1925. Elle se résumait ainsi (1) :

| Dette consolidée Spéciale ou indirecte         |            | (milliers de francs) |        |        |
|------------------------------------------------|------------|----------------------|--------|--------|
| Intérieure (2)....                             | 16.108.383 | 32.221.747           | 79,20  | 76,60  |
| Extérieure (3)....                             | 16.113.364 |                      |        |        |
| Avance de la Banque Nationale de Belgique..... | 5.200.000  | 9.588.258            | 20,80  | 0      |
| Dette flottante                                |            |                      |        |        |
| Intérieure .....                               | 9.488.731  | 9.588.258            | 20,80  | 23,40  |
| Extérieure (3)...                              | 99.527     |                      |        |        |
|                                                |            | 47.010.005           | 100,00 | 100,00 |

Depuis le mois de juin, le Gouvernement s'était préoccupé de l'aménagement de la dette. Un montant de

(1) Eléments fournis par le *Bulletin de statistiques et de législation comparée* de septembre 1926.

(2) La dette consolidée intérieure s'était accrue en 1925 de deux emprunts de consolidation : le premier de 230 millions en obligations 6 % de « l'Association Nationale des Industriels et Commerçants pour la réparation des dommages de guerre » ; le second de 598 millions en obligations 5 % 1925, remises en échange de titres nominatifs d'indemnité pour dommages de guerre. En outre, un capital de 468 millions, représentant le reliquat en circulation de ces derniers titres, devait être à son tour consolidé, c'est pourquoi il a été rangé par anticipation dans la dette consolidée.

La dette extérieure comprenait en plus les deux emprunts de 50 millions de dollars chacun et les résultats de la consolidation des dettes vis-à-vis des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne.

(3) Au 31 décembre 1925, les cours du change étaient les suivants : 1 livre 106,964 ; 1 dollar 22,053, 1 franc français 32,527 ; 1 florin (Pays-Bas) 3,369.

près de 750 millions avait été amorti ou converti sur la dette flottante intérieure, principalement sur les Bons de la Dette interprovinciale et, à la suite de remboursements ou d'accords, la dette flottante extérieure avait presque complètement disparu, qui comprenait : 75 millions de francs français ; 9 millions 600 mille livres ; 30 millions 618 mille dollars ; 10 millions de francs suisses. Il y avait donc eu une diminution très sensible de la dette flottante. Malgré l'accroissement de la dette totale, l'aménagement de celle-ci s'était donc modifié et, on peut le dire, amélioré. L'émission de l'emprunt de consolidation et l'usage qui devait en être fait accentueraient ce progrès, car, sur la base, par exemple, de la situation au 31 décembre 1925, et des chiffres donnés dans notre précédent chapitre sur l'emprunt extérieur, la dette présenterait alors comme suit :

|                        |            |        | ou encore |
|------------------------|------------|--------|-----------|
| Dette consolidée ..... | 35.221 (3) | 79,37  | 75,76     |
| Avance de la Banque    |            |        |           |
| Nationale .....        | 1.680      |        | 3,61      |
| Dette flottante .....  | 9.588      | 20,62  | 20,62     |
|                        | <hr/>      | <hr/>  | <hr/>     |
|                        | 46.489     | 100,00 | 100,00    |

Mais l'étape ainsi entrevue resta à l'état de mirage et l'évolution de la dette fut tout autre. Un mouvement sensible de retrait des Bons du Trésor (Bons ordinaires, interprovinciaux et spéciaux) s'était manifesté dès le lendemain des élections d'Avril 1925. En Octobre, il s'accroissait et, malgré le relèvement à 6 % du taux de l'intérêt des Bons à six mois et à 5 % des Bons à trois mois qui fut opéré le 30 Novembre, il devenait plus intense en fin d'année, surtout sous la forme des grosses coupures, détenues en majeure partie par les établissements financiers ou les entreprises importantes. Ni cette élévation d'intérêt, ni les commissions spéciales et les avantages de réescompte accordés aux banques, ni les avances d'or-

(1) Augmentation de 3 milliards du fait de l'emprunt extérieur.



ganisations tels que le « Boerenbond » ou « Ligue des paysans » ne réussirent à enrayer le mouvement de liquidation et à combler les vides. La hausse des prix, l'augmentation du taux de l'escompte, le resserrement du crédit, la répercussion de certaines faillites ; puis la nécessité de trouver des disponibilités pour le règlement des impôts, et, aux lieu et place des francs que la Banque ne remettait pas en circulation quand la balance des paiements était en déficit, l'obligation d'en récupérer d'autres pour l'achat de devises étrangères ; enfin le fléchissement de la confiance se traduisirent par des remboursements de Bons qui excédaient chaque jour davantage les renouvellements et auxquels la Trésorerie ne put pourvoir que par des moyens exceptionnels, notamment, pour faire la contre partie de 720 millions de Bons escomptés, par le placement en décembre et janvier auprès de banquiers étrangers de 8.100 mille dollars en devises étrangères et 26.350 mille dollars de Bons du Trésor à change garanti, affectation imprévue de disponibilités réservées au soutien du change. Malgré tout, on avait encore motif d'espérer que si l'emprunt extérieur intervenait en Mars, de tout son apport pécuniaire et moral, l'on pouvait recouvrer l'ancien équilibre.

Par malheur, autant que sur le *tableau intérieur*, la partie commençait à être compromise sur le *tableau extérieur*.

La stabilisation ne pouvait réussir qu'à la condition expresse que les causes naturelles et profondes de la débilité et de l'instabilité de la monnaie ne l'emportassent pas sur les moyens mécaniques assurant la convertibilité du billet de banque et dont la résistance était limitée aux possibilités d'accroissement de la couverture-or. Mais aucun renversement de ces causes naturelles n'avait eu lieu. Tout au contraire, celle d'entre elles qui était prépondérante s'aggravait : le franc français accentuait sa dépréciation, le cours moyen du dollar passant successivement de 22,50 ; 25,40 ; 26,75 en Octo-

bre, Novembre et Décembre 1925 à 26,50; 27,25; 27,95 en Janvier, Février, Mars 1926.

Or les procédés en cours d'usage et les projets en voie de préparation, — simples trucs, a-t-on dit — pouvaient équilibrer mais non supprimer les contingences du marché du franc belge. *L'attraction fatale du franc français* restait intacte. Elle était même accrue de toute l'accentuation, dans le commerce entre les deux pays, voire dans le commerce mondial, de la prime à l'exportation, constituée au profit de la France par la disparité, délibérément créée, entre la devise belge et la devise française, au moment même où l'élévation des droits de douane français aggravait cette même disparité au détriment des exportations belges. En outre une psychologie atavique continuait à lier le franc belge au franc français et la baisse du second impressionnait mal les détenteurs du premier. Sans doute, le début de l'opération fut-il plein de promesses ; la nouvelle de la stabilisation donnait au franc belge un attrait que le franc français ne possédait pas. On sait déjà qu'après le « décolage » les devises affluèrent, puisque la Banque Nationale put, un moment, reconstituer une partie des fonds qui avaient servi à cette opération préliminaire. Mais lorsque cet effet fut émoussé, que le flot des capitaux fut étiolé, à plus forte raison, lorsqu'il retourna, l'influence du franc français redevint entière. Comme il baissait à vive allure, le soutien du franc belge se faisait singulièrement opéreur : il fallut dès le 2 Décembre recourir à un second crédit de 27 millions et demi de dollars auprès des banques étrangères. C'était pour échapper à une force naturelle contraire que M. Janssen avait pris la prompte décision de stabiliser, mais cette force n'en subsistait pas moins, et, chaque jour davantage, il en sentait l'emprise inévitable, croissante.

Une suprême épreuve lui était réservée : *l'emprunt extérieur* de 150 millions de dollars, — son levier de commande — lui fit brusquement défaut.

Recouvrant des questions délicates, l'histoire authen-

tique de cet emprunt avorté n'a pas encore été écrite. Mais, à travers les fragments qui en ont été publiés, grâce aux conjectures que l'on peut tirer des faits, il est assez aisé d'en reconstituer les grandes lignes. Au cours de la seconde série de voyages qu'ils avaient entrepris en décembre pour la conclusion, non plus de crédits de change, mais de l'emprunt de stabilisation lui-même, MM. Janssen et Van de Vyvere avaient rencontré la confirmation de la faveur dont le projet était entouré à l'étranger. Des promesses formelles et précises leur avaient été données ; elles avaient été constamment renouvelées jusqu'aux premières semaines 1926. Mais il semble bien qu'on en était resté à de telles assurances et qu'on n'ait rien scellé par un accord écrit.

Or, là encore, le temps fit son œuvre et donna aux prêteurs le loisir de la réflexion. Des esprits soupçonneux se sont demandé si, en applaudissant au projet belge, les banquiers de la Cité n'avaient pas eu l'arrière-pensée que la stabilisation allait jeter l'industrie et le commerce belge dans une grave et longue crise, d'où résulteraient, par répercussion, une diminution du chômage anglais et la disparition, au moins pour un certain temps, de l'industrie belge du marché mondial. Mais, si elles existèrent, l'événement ne justifia pas ces prévisions intéressées. L'industrie belge, dans la dépression que nous avons signalée au début de ce chapitre, a plutôt encouru un ralentissement momentané qu'une véritable crise. Quant aux banquiers américains, ils déclaraient préférer surseoir à l'octroi de tout emprunt monétaire jusqu'au moment où le Sénat de Washington aurait ratifié la Convention intervenue avec la Belgique au sujet du règlement de sa dette : prétexte, peut-être, au moment où l'emprunt devait être lancé, pour masquer les difficultés de placement qu'offrait le marché de New-York par suite de la violente crise boursière qui y sévissait.

A tous les prêteurs, enfin, les tendances financières d'une Chambre socialisante, qu'on ne manquait pas de

comparer à celle du cartel français (et dans le même temps où elle était résolu à s'en affranchir, la Belgique accentuait ainsi, *urbi et orbi*, sa ressemblance avec la France), le malaise politique qui régnait en Belgique, l'insuffisance de la compression des dépenses dans tous les chapitres du budget, l'allure prise par les remboursements des Bons du Trésor avaient fait une religion nouvelle.

On ne peut s'empêcher de penser, enfin, que les banquiers étrangers ont dû être singulièrement impressionnés par le total des crédits déjà jetés dans la bataille de la stabilisation et qui s'élevait à peu près aux deux tiers du montant de l'emprunt.

Lors, donc, qu'ils furent sollicités de s'exécuter, ils mirent à leur concours des conditions nouvelles et très dures. Principalement, ils prétendirent ramener le montant de l'emprunt de 150 à 100 millions de dollars, de même que sa durée à 3 ans et réclamèrent la consolidation de la dette flottante, spécialement des 1.800 millions de francs venant à échéance le 31 décembre 1926, par le moyen de l'industrialisation des chemins de fer.

Devant de telles exigences, M. Janssen, à son tour, dut faire réflexion sur l'erreur qu'il avait commise en ne contractant pas l'emprunt dès d'abord et, en tous cas, au plus tard après le vote du budget des Voies et Moyens et des nouveaux impôts en fin Décembre 1925, votes qui consacraient d'avance le principe de la réforme. Il dut mesurer combien il est imprudent de prendre des promesses pour de l'argent comptant et de se contenter d'accords de principe là où c'est la substance même de ces accords qu'il importe de tenir.

Après le vote, fin février 1926, des diverses lois propres à réaliser la stabilisation, tout le monde s'attendait donc à voir annoncer à bref délai l'émission de l'emprunt étranger de 150 millions de dollars. La presse fit savoir que des conférences avec les banquiers se poursuivaient à Londres et à Bruxelles ; mais rien de positif n'apparaissait. Les informations des journaux laissaient égale-



ment transparent des exigences nouvelles de la part des prêteurs et un embarras de plus en plus visible du côté belge. Les banquiers belges marquaient leur répugnance à s'engager à assurer le renouvellement des 1.800 Bons venant à échéance en fin d'année. Une réunion à Londres le 12 Mars devait être décisive; elle se termina par un de ces communiqués vagues renouvelés d certaines périodes de la guerre et qui laissent derrière eux l'appréhension du pire. Enfin la vérité éclata. Le grand public apprit coup sur coup les conditions, particulièrement sensibles pour l'amour propre national belges, mises par les prêteurs à la réalisation de l'emprunt, la carence de celui-ci et l'ordre du Gouvernement à la Banque Nationale de ne plus soutenir les cours. C'était l'effondrement du franc belge.

Les craquements sinistres qui l'avaient précédé au cours de cette quinzaine historique consommèrent définitivement la perte de la partie dans son jeu extérieur comme dans son jeu intérieur.

Déjà le barrage que M. Janssen, cherchant la stabilisation et non la reprise du franc belge au delà d'une certaine limite, avait fait établir par la Banque Nationale au cours de 107 francs pour 1 livre avait provoqué, dès la mi-janvier, un reflux de capitaux en interdisant de plus amples bénéfices à ceux qui, lors de l'annonce de la stabilisation, avaient acheté la devise belge à découvert. D'autant plus, les incidents de discussion avec les prêteurs étrangers, semant le doute sur le succès final, ne pouvaient-ils que déclancher des réalisations. Celles-ci se précipitèrent lorsque s'affermirent les hésitations de ces prêteurs et furent connues les garanties supplémentaires qu'ils réclamaient; au milieu de l'émotion générale, un véritable « rush » se produisit sur la réserve de devises qui existait encore à la Banque Nationale. Aucun régime transitoire de soutien des cours n'eût pu y résister.

Mais la défiance du public ne se localisa pas au mar-

ché des changes. Elle envahit celui des rentes et un commencement de panique s'empara des porteurs de Bons du Trésor. Le mouvement de remboursement que nous avons vu se dessiner, puis se préciser et que nous avions momentanément abandonné à lui-même, prit une allure accélérée et précipita le Trésor dans une crise aiguë.

La baisse du change intensifiait la mobilisation des Bons ; la mobilisation des Bons alimentait l'exportation des capitaux ; l'exportation des capitaux accentuait la baisse du change. Le pessimisme qui s'était manifesté « extra muros » entretenait le pessimisme qui était né « intra muros » et, au moment de passer aux actes, la foi défaillante des nationaux dans la bonne fin de l'opération faisait défaillir la foi des étrangers.

Le cycle infernal s'était mis en mouvement. Comment, dépourvu de tout moyen de commande, le modeste système qu'avait préparé M. Janssen aurait-il pu lui résister ?

## CHAPITRE X

### APRÈS L'ÉCHEC DU 15 MARS

Dès le 17 mars, l'échec que M. Janssen venait d'éprouver était évoqué devant la Chambre des Représentants.

Le Président du Conseil exposa les prétentions nouvelles des prêteurs et, comme tout Gouvernement en peine de justification le fait devant l'effondrement du change, de même que devant la hausse des prix, il s'en prit à la spéculation. Le Ministre des Finances se hâta d'ajouter que « le plan » subsistait tout entier, seules les modalités en étaient changées ». La stabilisation continuait et, à la faveur des vacances parlementaires, qui commencèrent aussitôt après ce premier débat pour s'étendre jusqu'au 20 avril, le Gouvernement essaya, pendant plusieurs semaines encore, de rétablir la situation. Ce fut là une période sombre, faite d'expédients, de mesures à la petite semaine, d'avances occultes, de projets morts-nés, que la Belgique n'est d'ailleurs pas seule à avoir connue.

Le Gouvernement, parant au plus pressé, essaya, avant tout, d'enrayer le mouvement de remboursement des Bons du Trésor qui s'était dangereusement accéléré et cette tentative ne put être poursuivie qu'à des conditions de plus en plus onéreuses. Avant même le 15 mars, il avait décrété que l'intérêt des Bons du Trésor à six mois émis à partir du 12 mars 1926, serait porté à 7 % et qu'à partir de cette date, il ne serait plus émis de Bons du Trésor à trois mois d'échéance. Tous les procédés de circonstance furent tentés, jusqu'à l'émission de Bons en devises étrangères ou à change garanti. Les grandes

banques privées, sollicitées à tour de rôle, prêtèrent successivement à l'Etat un concours plus ou moins prolongé. Finalement, le Gouvernement essaya d'obtenir des banques la constitution d'un syndicat souscrivant 500 millions de Bons du Trésor, qui auraient été engagés par elles à la Banque Nationale et y auraient formé les bases d'une ouverture de crédit que l'Etat aurait utilisée comme volant de Trésorerie. Mais ce projet échoua ; les banques ayant finalement estimé que c'était là, par voie indirecte, une nouvelle avance de la Banque Nationale au Gouvernement. Il était dès lors impossible de maintenir la Trésorerie à son niveau habituel. De grandes institutions financières qui, poussant jusqu'au bout leur désir d'aider l'Etat, avaient consenti des avances à court terme, durent en décliner le renouvellement. Le Trésor, acculé à des remboursements massifs, devint fortement déficitaire.

Dans ces conditions, le Ministre des Finances demanda à la Banque Nationale de faire à l'Etat le crédit qu'il ne trouvait pas auprès des banques privées et de restituer au Gouvernement, sous forme d'escompte de nouveaux Bons du Trésor, les 600 millions qui lui avaient été remboursés sur l'échange des marks au cours des années 1920, 1922, 1923 et 1924. La Banque Nationale opposa aux perspectives d'inflation une hostilité de principe et exigea un débat public. D'où l'annonce d'un projet de loi de circonstance.

En même temps qu'au jour le jour, il s'efforçait de durer financièrement, le Gouvernement s'était résolu à l'étude des « suggestions » reçues des prêteurs étrangers lors de l'avortement de l'emprunt et qui portaient principalement sur la *Consolidation des Bons venant à échéance le 31 décembre 1926 et l'Industrialisation des chemins de fer*.

Avant la rupture avec les dits prêteurs, le 10 mars, M. Janssen avait réuni dans son cabinet une vingtaine de personnalités représentant les grandes banques de



Bruxelles et d'Anvers pour solliciter leur concours en vue de la *Consolidation* des 1.800 millions de Bons. Autant pour faire face à cette échéance et aux paiements des autres Bons à six mois que pour résorber l'inflation indirecte à laquelle les événements l'avaient contraint (1), le Gouvernement envisageait l'émission d'un emprunt à change garanti exempt d'impôt. Conception purement théorique en réalité, car il ne fallait pas être grand prophète pour prévoir que, dans les circonstances du moment, tout emprunt, même galvanisé par quelque clause attrayante, était voué à un succès certain (2). Continuant à généraliser le problème, le Gouvernement institua le 17 avril une commission dite « Commission de stabilisation et de la dette flottante » qui devait, avant tout, étudier l'assainissement de cette dette. Tant il est vrai que les mêmes maux, lorsqu'ils deviennent aigus, conduisent les conducteurs de peuples vers les mêmes Sages, cette Commission composée presque exclusivement de spécialistes (3) n'était que la sœur aînée du Comité d'Experts auquel le Gouvernement français devait faire appel quelques mois plus tard. En l'installant, M. Janssen lui soumit un nouveau projet résultant de ses conversations avec les Banques belges ; la consolidation serait réalisée par l'émission d'un emprunt intérieur à 6 %, libéré de la supertaxe et non assujetti au

---

(1) Billets de banque en circulation au 25 février 1926 : 7.415 et au 15 avril 1926 : 7.777 millions.

(2) L'emprunt de même espèce ouvert en France quelques mois plus tard et trois mois durant, du 20 juillet au 20 octobre 1926 ne donna, même au prix de deux prolongations, que des résultats insuffisants.

(3) Les membres en étaient les suivants :

MM. Barnich, sénateur ; Callens, directeur de la Société Générale ; Carlier, administrateur de la Banque d'Anvers ; de Brouckère, sénateur ; Fabri, administrateur-délégué de la Banque d'Outremer ; Francqui, ministre d'Etat ; Hautain, Gouverneur de la Banque Nationale ; Houtart, sénateur ; Jadot, gouverneur de la Société générale ; Philippson, banquier ; Sap, membre de la Chambre des Représentants ; Soudan, membre de la Chambre des Représentants ; Theunis, ministre d'Etat ; Thys, administrateur-délégué de la Banque de Bruxelles ; Tilmont, directeur de la Banque Nationale ; Van de Vyvere, ministre d'Etat ; Van Zeeland, directeur de la Banque Nationale ; Vigneron, administrateur délégué du Crédit Anversoïis.

paiement des droits de succession. Au lieu de traiter l'amortissement de la dette, son véritable objet, la Commission, abondant dans le sens d'une atténuation d'impôts propre, d'après elle, à faire renaître la confiance, recommandait :

1° la réduction de 2 à 1 % de la taxe sur les opérations de bourse à terme;

2° la réduction de 0,25 à 0,10 % de la taxe sur les reports en banque et les nantissements bancaires conclus pour un délai n'excédant pas vingt jours;

3° la suppression de la formalité de la signature pour les coffres-forts en banque, en ce qui concerne les locataires qui se présentent personnellement pour avoir accès à leur coffre;

4° la révision de l'échelle de la progression de la surtaxe. Et, dès le 26 avril, pour rassurer les porteurs de capitaux, le Gouvernement se ralliait à ces quatre propositions.

Au delà de la consolidation de la dette flottante et en même temps, M. Janssen se préoccupait de son amortissement. Il envisageait d'instituer une Caisse d'amortissement autonome qui serait alimentée par d'importantes ressources nouvelles (doublement de la taxe sur le chiffre d'affaires et augmentation des contributions directes).

*Quant à l'Industrialisation des chemins de fer*, le Ministère se résolvait, tout au moins, à son étude, malgré les oppositions qu'il rencontrait dans son sein, notamment de la part de M. Anseele, Ministre des Chemins de fer, socialiste militant et les véhémentes protestations des fonctionnaires de l'Etat, des ouvriers des arsenaux et, par solidarité, des employés des P. T. T. M. Jaspar, que nous allons prochainement trouver au premier plan de la scène politique, avait formulé un projet qui prévoyait que les Chemins de fer seraient constitués en Société anonyme et que les porteurs de Bons du Trésor auraient la faculté de les échanger contre des titres de

la nouvelle Société. L'Etat resterait le maître, mais exercerait son autorité par l'intermédiaire d'un Conseil d'administration directement responsable de la gestion du réseau.

Pour préparer la mise en régie autonome des Chemins de fer, le Gouvernement nomma un expert, M. Jules Jadot, qui fut assisté d'un spécialiste étranger, le général anglais Mance.

De son côté, M. Foulon, Directeur général des Chemins de fer établissait, également, un rapport sur le même objet.

En dépit de ces indéniables témoignages de bonnes intentions, le Gouvernement ne pouvait empêcher le change de monter : au début de mai, la livre atteignait 148 francs belges ; les remboursements des Bons du Trésor ne se ralentissaient pas (1) ; des suspensions de paiement s'étaient produites dans de petites banques, non sans créer une vive inquiétude ; la campagne de presse devenait chaque jour plus acerbe ; l'opinion était de plus en plus émue et anxieuse. La spéculation avait pris position contre le franc belge et, à l'intérieur, l'évasion des capitaux, effrayés par la baisse, était manifeste.

C'est sous ce ciel chargé que la Chambre se réunit le 4 mai et, après de vifs débats, le Ministère qui, à vrai dire, était mortellement atteint depuis le 15 mars, donna sa démission le 7 mai, alors que la livre était à 155. Le Ministère qui lui succéda ne fut constitué que le 20 mai. Mais les conjonctures étaient telles que, pendant la crise ministérielle, le cabinet démissionnaire dut faire acte de survie politique et présider à une mesure dernière autant que grave.

Par les avances qu'il avait antérieurement obtenues des banques, en leur remettant des Bons du Trésor spéciaux contre lesquels elles pouvaient à leur tour rece-

---

(1) Du 1<sup>er</sup> mars au 12 mai, leur capital était tombé de 5.492 à 5.292 millions de francs.

voir, à titre d'avance, 80 % de leur montant de la Banque Nationale, le Ministre des Finances avait créé une inflation déguisée. Lorsque ce procédé fut épuisé par le refus des banques de s'y prêter davantage, force lui fut de se tourner à nouveau vers la Banque Nationale elle-même. En attendant le débat public qu'elle avait réclamé, la Banque Nationale se trouvait donc devant le dilemme, ou de suspendre les paiements pour le compte de l'Etat ou de faire des avances extrastatutaires.

Devant la situation tragique du Trésor, d'abord, puis, en considération de la crise politique, la Banque, sur la demande expresse du Conseil des Ministres, se plia à la seconde solution. Mais, comme ces avances n'étaient plus légales, il fallait les masquer et les couvrir d'un expédient. De même qu'en d'autres pays en pareille circonstance, on recourut à un organisme interposé. Chaque jeudi, lors de l'établissement de la situation hebdomadaire de la Banque Nationale, l'Etat se faisait prêter par la Société Nationale de Crédit à l'Industrie le montant nécessaire pour rembourser la Banque de ses avances illégales; ainsi, le bilan publié accusait au poste « Compte courant du Trésor » un solde légèrement créditeur. La Société Nationale, à son tour, se procurait les fonds en les empruntant pour vingt-quatre heures à la Banque Nationale elle-même, contre dépôt d'obligations de « l'Association Nationale des Industriels et Commerçants pour la réparation des dommages de guerre », figurant dans son portefeuille. Cette opération était noyée dans le chiffre global des « Avances sur fonds publics ». Le vendredi, l'Etat réempruntait à la Banque; son compte redevenait fortement débiteur. La Société Nationale, remboursée, dégageait ses titres et l'opération se renouvelait la semaine suivante pour une somme plus considérable.

Le montant de cette inflation occulte s'éleva à environ 600 millions. Ce fut le chiffre déclaré par M. Janssen dès le 4 Mai et, de fait, le compte courant du Trésor, en excédant de 519 millions de francs dans le bilan de la



Banque du 29 Avril, présentait un solde débiteur de 349 millions le 6 Mai et de 538 le 12 Mai, alors que les écritures de redressement n'étaient pas encore achevées.

Il importait donc de régulariser au plus tôt cette situation anormale et exceptionnelle. C'est pourquoi M. Janssen fit voter par le Parlement une inflation d'un milliard et demi. Cette loi du 19 mai 1926 (1) consacre, en définitive, à concurrence de cette somme, l'établissement d'un plafond unique en ce sens que, dans cette limite, l'Etat peut, soit émettre des Bons du Trésor dans le public, soit se faire délivrer des billets par la Banque Nationale contre la remise de Bons du Trésor escomptés directement par cet établissement (2).

« Les Cartels ont leur destin » a-t-on dit (3), et nul ne manquera ici de noter une fois de plus le parallélisme de l'histoire politique de la France après les élections du 11 mai 1924 et de la Belgique après celles du 5 avril 1925.

Avant de clore l'histoire malheureuse de cette première tentative de stabilisation « d'intention bonne, mais d'exécution maladroite, louable dans son but, mais défectueuse dans ses moyens (4) », disons-en le coût.

Les divers crédits étrangers qu'il a fallu jeter dans la mêlée pour le soutien du cours du franc à 107 francs pour une livre représentaient, de l'aveu de M. Janssen, 94 millions de dollars environ, compte non tenu cependant, des récupérations.

M. Franck, de son côté, en a publié un état duquel il résulte qu'il a fallu dépenser net 87 millions de dol-

---

(1) Loi autorisant la Banque Nationale à faire de nouvelles avances au Gouvernement à concurrence de 1 milliard 1/2 de francs.

« Article 1<sup>er</sup>. — Le montant des Bons du Trésor escomptés que « la Banque Nationale de Belgique est autorisée à avoir en portefeuille est augmenté de quinze cents millions de francs ».

(2) Le 30 mai, la circulation des billets atteignait 8.307 millions.

(3) Bulletin Quotidien du 7 mai 1926 de la *Société d'Etudes et d'Informations économiques*.

(4) L. Franck, *La stabilisation monétaire en Belgique*.

lars (1), — lesquels ont été payés au cours de 22 francs pour être remboursés en moyenne au cours de 36, — abstraction faite de l'inflation intérieure. On peut, par conséquent, estimer les sommes exposées vis-à-vis de l'étranger, à 1.900 millions de francs en chiffres ronds.

C'est donc en vain que le franc belge avait voulu se détacher du franc français pour se rapprocher de l'or. La fatalité le contraignait à rejoindre son indésirable frère. De suite, et plus étroitement encore peut-être que par le passé, il retomba en tutelle.

Mais son équipée ne l'avait pas découragé. Il en avait rapporté, au contraire, un goût et une expérience de l'affranchissement bien faite pour l'entraîner à la récidive et pour, lors d'une nouvelle tentative, lui donner les meilleures chances de succès.

---

(1) Dépense totale : 118 millions dont à déduire :

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| a) Récupération .....                              | 11 |
| b) Somme consacrée aux besoins courants du Trésor. | 20 |



## QUATRIÈME PARTIE

### SECONDE TENTATIVE DE STABILISATION

---

#### CHAPITRE PREMIER

##### LA SITUATION FINANCIÈRE FIN MAI 1926

Le 20 mai 1926, un Ministère d'Union Nationale propre à calmer les inquiétudes, était constitué, on s'en souvient, sous la présidence de M. Jaspar, avec le baron Houtart comme Ministre des Finances. Le « répondant financier » du Cabinet était M. Francqui, ancien Directeur du Comité National de Secours et d'Alimentation, ancien membre du Comité Dawes, vice-gouverneur de la Société Générale. Ministre du Trésor, il avait la charge de reprendre la réalisation de la stabilisation monétaire.

Au début de l'exposé dans lequel il résuma son œuvre, au moment de quitter le pouvoir en Novembre 1926, M. Francqui a lui-même dépeint, — avec autant d'autorité que de précision —, la situation financière au moment où il le prenait :

« Au 22 mai 1926, écrit M. Francqui, le Trésor public  
« était entièrement vide; en outre, 634 millions de  
« francs avaient dû être prélevés sur le crédit d'infla-  
« tion, ouvert par la loi du 19 mai, pour faire face aux  
« retraits croissants de Bons du Trésor, qui, à cette  
« époque, atteignaient jusqu'à 25 millions de francs par  
« jour.

« L'Etat avait, à cette date, un débit total de près de  
« 6 milliards et demi de francs à la Banque Nationale,  
« qui, pour les besoins de la Trésorerie, était chaque  
« jour obligée d'augmenter l'inflation.

« D'autre part, le Gouvernement se trouvait en pré-



« sence d'une Dette intérieure de 6.346 millions de  
« francs, remboursable à diverses échéances avant le  
« 31 décembre 1926, et d'une Dette flottante extérieure  
« exigible dans les mois suivants, de 55 millions de dol-  
« lars, somme qui, au cours du change, représentait un  
« montant en francs équivalent à près de deux milliards.

« Cette Dette flottante extérieure constituait une me-  
« nace permanente d'autant plus redoutable qu'à défaut  
« de remboursement des Bons extérieurs à leurs échéan-  
« ces, le pays risquait de se trouver dans une situation  
« inextricable, par le fait de ses créanciers qui auraient  
« pu réclamer des garanties réelles et même le transfert  
« à leur profit de l'or que détenait alors la Banque Na-  
« tionale. En effet, dans les contrats intervenus le  
« 16 octobre et le 2 décembre 1925 entre les Etablis-  
« sements étrangers prêteurs et la Banque Nationale pour  
« l'ouverture de crédits de 55 millions de dollars, il était  
« stipulé que ce remboursement s'effectuerait éventuel-  
« lement par un prélèvement sur l'encaisse-or de l'Ins-  
« titut d'émission et le Ministre des Finances, qui était  
« partie intervenante à ces contrats, s'engageait à ne  
« pas interdire l'exportation de l'or à cette fin.

« Dans la suite ces crédits avaient été remplacés en  
« partie par des Bons à change garanti, entraînant pour  
« la banque et le pays même risque.

« Or, 55 millions de dollars équivalaient à 286 millions  
« de francs-or, c'est-à-dire à une somme égale au mon-  
« tant de l'encaisse-or que la Banque Nationale faisait  
« figurer à cette époque dans sa situation hebdomadaire.

« Quant au budget, il menaçait de se déséquilibrer de  
« plus en plus par suite de l'augmentation de ses char-  
« ges, conséquence naturelle de la baisse du franc, dont  
« la valeur allait en s'avilissant. La confiance avait dis-  
« paru de tous les milieux, peut-on dire, aussi le conso-  
« lidé 6 % était-il tombé à moins de 55 francs ».

Toute cette situation se résume d'un mot : le pays était  
devant l'inflation. Conscient de la menace, sachant

d'expérience et par de célèbres exemples, qu'engagé plus avant sur la pente, il lui eût été impossible de la remonter, le nouveau Gouvernement comprit que son devoir était de lutter contre ce danger par tous les moyens. Avec le concours du Comité du Trésor (1) institué par l'arrêté du 26 mai, organisé par celui du 9 juin 1926 et dont M. Theunis était président, il s'attaqua successivement à ses diverses causes présentes ou éventuelles et il se montra si ferme dans ses premières décisions « *Equilibre budgétaire par création d'impôts nouveaux* » et « *Consolidation de la dette flottante avec institution d'un Fonds d'amortissement* », qu'il fit sentir de suite son ascendant au Parlement et, de nouveau, la Belgique se sentit gouvernée.

---

(1) Ce Comité recevait mission de préparer les mesures nécessaires au service de la Trésorerie, d'en assurer l'exécution et de contrôler les engagements de dépenses, en particulier dans le domaine des travaux publics et des subsides.

## CHAPITRE II

### LE BUDGET DE 1926

Tout en recourant aux avances de la Banque Nationale dans la mesure indispensable pour faire face aux engagements du Trésor, le Gouvernement donnait immédiatement ses soins au plan budgétaire entièrement compromis par l'échec de M. Janssen et procédait sans retard à sa modification qui comportait un double programme d'*Augmentation de recettes* et de *Compression des dépenses*.

Le Gouvernement entreprit donc, tout d'abord, de créer de *Nouvelles Ressources budgétaires*. Un de ses premiers actes fut, en effet, de réviser diverses lois fiscales concernant les contributions directes et les taxes assimilées (majoration de 50 % de l'impôt sur les propriétés bâties et les bois et de 75 % sur les propriétés non bâties; de 25 % de la taxe sur les automobiles; de 50 % de la contribution personnelle; des taxes sur les spectacles et sur les jeux), la taxe de transmission, les droits sur les opérations de bourse, les droits de douane et d'accises, etc... De nouvelles taxes de séjour et de consommation furent créées ainsi que diverses taxes de luxe (1). Dans ce nouvel et rigoureux recours à la fiscalité, MM. Houtart et Francqui avaient donc fait preuve d'un large éclectisme qui leur avait valu, par avance, l'accord de tous les partis; les projets furent, donc, votés à la Chambre des Représentants à une écrasante majorité et au Sénat à l'unanimité.

---

(1) Lois des 7 et 8 juin 1926. Puis, loi du 17 juillet 1926 et arrêtés royaux du 13 août 1926.

Le rendement annuel attendu des nouvelles ressources fut, ainsi que l'indique le tableau ci-après, évalué à 1.500 millions. M. Houtart, en déposant ses projets sur le bureau de la Chambre des Représentants, tint à souligner le caractère exceptionnel et temporaire de ces nouveaux impôts et à indiquer, comme terme de l'effort supplémentaire demandé au pays, l'année 1930, date du centenaire de l'Indépendance de la Belgique.



| NATURE DES IMPOTS         | MONTANT<br>présumé<br>—<br>millions<br>de<br>francs | NATURE DES IMPOTS        | MONTANT<br>présumé<br>—<br>millions<br>de<br>francs |
|---------------------------|-----------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------------------------|
| Contributions<br>directes | Impôt foncier .....                                 | Taxes de<br>consommation | Vin mousseux .....                                  |
|                           | Automobiles .....                                   |                          | Eaux minérales .....                                |
|                           | Jeux et paris .....                                 |                          | Alcools .....                                       |
|                           | Dancings .....                                      |                          | Vins .....                                          |
|                           | Domestiques .....                                   |                          | Total .....                                         |
|                           | Total .....                                         |                          | 72                                                  |
| Douanes                   | Réajustement des coefficients..                     | Enregistrement           | Taxe de transmission .....                          |
|                           | Impositions nouvelles .....                         |                          | Electricité, gaz .....                              |
|                           | Total .....                                         |                          | 50                                                  |
| Accises                   | Bières .....                                        | Enregistrement           | Taxe de facture .....                               |
|                           | Boissons fermentées .....                           |                          | Taxe de transport .....                             |
|                           | Tabac .....                                         |                          | Taxe de luxe .....                                  |
|                           | Total .....                                         |                          | Port d'armes .....                                  |
|                           |                                                     |                          | Amendes pénales .....                               |
|                           |                                                     |                          | 8                                                   |
|                           |                                                     |                          | 10                                                  |
|                           |                                                     | Total .....              | 763                                                 |
|                           |                                                     | Total général .....      | 1.502                                               |

Le total des impôts prévus pour 1926 par ces lois fiscales s'élevait à environ 5.050 millions, soit à la moitié des dépenses totales de l'Etat et des Régies et, conformément à la présentation adoptée en l'espèce se répartissaient comme suit :

|                                                                      |       |        | Augmentation<br>par rapport<br>à 1913 |
|----------------------------------------------------------------------|-------|--------|---------------------------------------|
| Contributions directes .....                                         | 1.400 | 27,76  | 18,66 %                               |
| Taxes de consommation :                                              |       |        |                                       |
| Droits de douane .....                                               | 920   | 18,24  | 12,77 %                               |
| Droits d'accise .....                                                | 716   | 14,20  | 6,06 %                                |
| Droits d'enregistrement, timbres, succession, hypothèques, etc ..... | 2.006 | 39,78  | 23,32 %                               |
|                                                                      | 5.042 | 100,00 | 14,36 %                               |

En ce qui concerne les *Economies*, le Gouvernement, faisant siennes les conclusions de la Commission des économies instituée par M. Janssen, prenait, en même temps, une série de décisions immédiates. Il suspendait jusqu'à nouvel ordre l'exécution de nouveaux travaux public, prévoyait des sanctions rigoureuses, allant jusqu'à la suspension, contre les fonctionnaires qui transgresseraient cette règle et prescrivait la révision de travaux déjà adjudés. Le personnel temporaire des départements ministériels et des services de province était licencié; le recrutement des fonctionnaires était suspendu jusqu'en 1929; certains services publics (affaires économiques, tribunaux de dommages de guerre, etc...) étaient supprimés, en totalité ou en partie, et d'importantes économies réalisées dans les services de la Défense Nationale et de la Marine. Enfin, le nombre des bâtiments affectés aux administrations publiques était fortement diminué. Dès avant le vote du budget, celui-ci put être amputé de 193 millions du chef de ces diverses réductions.

Finalement tel qu'il fut adopté par le Parlement, le budget de 1926, dont nous avons antérieurement donné le projet, se présentait ainsi :

|                        |           |            |   | EN PLUS<br>en<br>EN MOINS |
|------------------------|-----------|------------|---|---------------------------|
| BUDGETS                | RECETTES  | DÉPENSES   |   |                           |
| —                      | —         | —          |   | —                         |
| (milliers de francs)   |           |            |   |                           |
| I. Ordinaires .....    | 6.051.149 | 6.410.173  | — | 359.024                   |
| II. Extraordinaire :   |           |            |   |                           |
| Extraordinaire propre- |           |            |   |                           |
| ment dit .....         | 154.580   | 207.830    | — | 53.250                    |
| Réparations .....      | 502.905   | 642.224    | — | 139.319                   |
| III. Régies :          |           |            |   |                           |
| Exploitation .....     | 2.453.427 | 2.415.673  | + | 37.754                    |
| Premier établissement. | 845       | 344.959    | — | 344.114                   |
| Total....              | 9.162.906 | 10.020.859 | — | 857.953                   |

Les modifications intervenues entre les prévisions portées au projet du budget déposé en Novembre 1925 par M. Janssen et les chiffres ci-dessus provenaient, pour une part, précisément, du vote des nouveaux impôts dont le produit était affecté à l'amortissement de la dette publique, ainsi que des compressions de dépenses et, pour une autre part, de la hausse des changes, le projet de budget ayant été établi sur le cours de 107 francs pour une livre sterling. Ainsi, le budget des Voies et Moyens, promulgué le 31 décembre 1925, se trouvait augmenté, au chapitre des impôts, d'une somme de 750 millions, montant présumé des nouvelles mesures fiscales en 1926 et en même temps, au titre des dépenses ordinaires, le budget de la Dette publique était porté de 2.734 millions à 3.888 millions, chiffre qui représentait environ 60 % du total des dépenses ordinaires. Par contre, les crédits accordés pour les dépenses extraordinaires avaient subi de notables réductions. Enfin, le budget des Régies se soldait par un excédent de près de

38 millions au lieu d'un déficit primitivement évalué à 16 millions. Cet excédent venait en atténuation du déficit du budget ordinaire, dès lors abaissé de 359 à 321 millions.

Si l'on compare le budget de 1926, ainsi redressé, à celui de 1925, compte tenu de tous les crédits supplémentaires votés au titre de cet exercice, on constate qu'en 1926 les recettes s'étaient accrues de 1.697 millions, tandis que les dépenses n'auraient progressé que de 310 millions.

Au total, le déficit du budget belge était ramené à 858 millions, soit moins de 10 % des dépenses totales. On espérait que ce déficit serait couvert par des plus-values fiscales, pour peu que le rendement des impôts continuât à s'améliorer et il est certain que les progrès réalisés par rapport aux budgets précédents étaient considérables. Mais, en fait, même au stade le plus important de l'assainissement monétaire, c'est-à-dire à la veille de la tentative de stabilisation du franc belge, l'équilibre budgétaire n'était pas entièrement assuré.

L'opinion publique n'hésitait pas à reconnaître que l'ensemble des projets adoptés témoignait d'une volonté arrêtée de rétablir les affaires. Il permettait d'augurer favorablement de l'avenir de la monnaie et du pays, et la rapidité du résultat obtenu contribua à accroître le prestige du Ministère.

\*\*

## NOTA

A titre documentaire et comme épilogue aux accords sur les *Dettes Extérieures*, nous consignerons ici qu'au début d'août 1926 ont été arrêtées les bases d'un arrangement entre la France et la Belgique pour le règlement des dettes réciproques des deux pays.

Du côté belge, ces dettes atteignaient 310 millions,



dont la majeure partie représentait les avances que le Gouvernement français avait continuées après l'armistice.

Par contre, la France était redevable d'une partie des fonds de la Caisse des gages constituée lors de l'occupation de la Ruhr et il lui restait à apurer divers comptes remontant à la période immédiate d'après-guerre, notamment du chef de transports par Chemins de fer.

Le solde final était en faveur de la Belgique à concurrence d'environ 150 millions. Tandis, donc, que s'effaçait du total de la Dette publique belge le poste de 310 millions, la France s'engageait à payer sa dette sur sa part de la troisième annuité Dawes.

## CHAPITRE III

### LE FONDS D'AMORTISSEMENT — LA LOI DES PLEINS POUVOIRS — LA SOCIÉTÉ NATIONALE DES CHEMINS DE FER — LA CONSOLIDATION DE LA DETTE FLOTTANTE

Le Gouvernement développa ensuite son plan d'action par les quatre mesures suivantes.

A) En même temps que les projets fiscaux, le Gouvernement déposait le 2 juin 1926 sur le Bureau de la Chambre des Représentants un projet de loi portant *institution d'un Fonds d'amortissement de la dette publique*.

Il exposait, dans les termes suivants, les causes déterminantes de la création du nouvel organisme ainsi que les buts qui lui étaient assignés :

« Sous la pression de la nécessité d'après-guerre, le  
« Gouvernement s'est trouvé dans l'obligation d'émet-  
« tre de nombreux emprunts dont la charge est venue  
« alourdir gravement le budget de la dette publique,  
« sans qu'elle ait pu être efficacement neutralisée par  
« les opérations d'amortissement.

« D'autre part, la crise de confiance qui s'est dévelop-  
« pée dans le pays durant ces trois mois, a amené des  
« demandes de remboursements de la dette flottante  
« auxquelles il n'a été possible de faire face qu'en re-  
« courant au crédit direct de l'Institut d'émission ».

« Le moment est venu de neutraliser énergiquement  
« les conséquences néfastes de ces mesures; en inaugu-  
« rant une vaste politique d'amortissement de notre  
« dette publique. Pour entreprendre cette œuvre d'as-  
« sainissement, de nouvelles et importantes ressources

« sont indispensables et un nouveau sacrifice devra être  
« demandé à la nation. Il est de toute nécessité que les  
« citoyens aient la garantie absolue que ce nouveau sa-  
« crifice ne servira pas à couvrir de nouvelles dépenses,  
« mais qu'il sera réellement affecté à l'allègement pro-  
« gressif de notre dette. A cette fin, le Gouvernement  
« vous propose d'instituer un fonds d'amortissement  
« autonome, juridiquement distinct de l'Etat, opérant  
« avec ses ressources propres et doté de puissants  
« moyens d'action avec mission d'assurer à bref délai  
« la résorption des avances faites à l'Etat par la Ban-  
« que Nationale et, d'une manière plus générale, l'amor-  
« tissement progressif de la dette publique ».

Ce projet est devenu la loi du 7 juin 1926.

L'objet du Fonds d'amortissement est défini par l'article 1<sup>er</sup> de cette loi ainsi conçu :

« Il est institué, sous la dénomination de Fonds  
« d'amortissement de la dette publique, un organisme  
« chargé de gérer, d'une part, les dotations ordinaires  
« destinées, conformément aux lois et contrats d'em-  
« prunt au rachat ou au remboursement par voie de  
« tirage au sort des titres de la dette consolidée, d'autre  
« part, les ressources spéciales affectées par la présente  
« loi à la réduction de la dette publique en général, tant  
« intérieure qu'extérieure, tant à long terme qu'à court  
« terme, y compris les Bons du Trésor escomptés par la  
« Banque Nationale de Belgique conformément à la loi  
« du 19 mai 1926 (1).

Le Fonds a la personnalité civile. Il a un patrimoine distinct de celui de l'Etat (art. 2 et 5).

Pour lui permettre d'exécuter le programme qui lui était assigné, il fallait, conformément à l'exposé des motifs, alimenter sa caisse au moyen de ressources importantes.

---

(1) En vertu du paragraphe 2 de l'article 6, une fois les charges contractuelles satisfaites, ces Bons bénéficieront d'une priorité de remboursement.

Les unes sont des ressources ordinaires, savoir: « Les dotations, accrues des intérêts, des capitaux amortis telles qu'elles sont annuellement portées au budget de la dette publique en exécution des lois et contrats d'emprunt », et les autres des ressources spéciales, soit à caractère temporaire et aléatoire « le produit des aliénations extraordinaires d'immeubles domaniaux » ainsi que « les dons et legs faits à l'Etat sans affectation spéciale ou faits directement au Fonds d'amortissement sous forme de contribution volontaire », soit à caractère obligatoire : « La dotation annuelle extraordinaire de 1.500.000 francs minimum correspondant au rendement approximatif à provenir des suppléments d'impôts et de taxes décrétés dans ce but » (art. 4).

A la tête du Fonds se trouve un Conseil composé de personnalités spécialement qualifiées choisies dans la politique, la haute administration et la finance (art. 3).

La Caisse d'amortissement instituée par la loi du 15 novembre 1847 est dissoute. Ses attributions, son avoir et ses charges sont transférés au Fonds d'amortissement de la dette publique (art. 12).

\*\*\*

B) Le nouveau Gouvernement espérait pouvoir enrayer les demandes de remboursement des Bons du Trésor par la confiance que les nouvelles lois devaient inspirer. Malheureusement, ces heureuses dispositions étaient impuissantes à atténuer les conséquences de l'échec de la première tentative de stabilisation et l'accélération du mouvement de hausse des changes étrangers (1) déterminait dans tout le pays et tout spécialement dans les milieux financiers et économiques une émotion considérable. En l'espace de six semaines l'excédent des remboursements sur les renouvellements des

---

(1) La livre valait le 13 juillet 217 francs belges.



Bons avait atteint près de 400 millions. La circulation fiduciaire, par le canal des avances de la Banque Nationale à l'Etat, s'augmentait en conséquence et atteignait 8.896 millions le 22 juillet : on était donc tout près du plafond de 9 milliards (1) fixé par le Parlement. Par ailleurs, l'évasion des capitaux se poursuivait en dépit de toutes les mesures de contrôle.

La situation devenait critique et exigeait des mesures urgentes. Déterminé à surmonter toutes les difficultés pour faire aboutir son effort de redressement financier, le Gouvernement annonçait aussitôt une série de décisions et, entre autres, l'institution d'un Comité permanent de Représentants de la Banque Nationale et des Banques privées en vue d'assurer, par le contrôle des changes, la défense du franc. En outre, et c'est là le point capital, devant la gravité de la situation, considérant que la voie législative allait être difficile à suivre pendant les vacances et pouvait être trop lente pour permettre au Gouvernement d'agir avec la décision voulue, il déposait un projet de loi conférant au Roi, pour une durée de six mois, des pouvoirs spéciaux et dits *des pleins pouvoirs*.

Ainsi fut votée la loi du 16 juillet 1926 *relative à certaines mesures à prendre en vue de l'amélioration de la situation financière* (2). En même temps, il adressait un émouvant appel au pays.

---

(1) M. Baudhuin écrivait dans le *XX<sup>e</sup> Siècle* : « Dans la lutte de vitesse entre l'inflation et le Fonds d'amortissement, ce dernier perdait du terrain ».

(2) L'article 1<sup>er</sup> de cette loi est ainsi conçu :

« En vue de poursuivre le relèvement financier du pays et la préparation de la stabilisation monétaire, le Roi peut, pendant un délai de six mois, par des arrêtés délibérés en Conseil des Ministres :

« Modifier ou compléter toutes les dispositions en vigueur concernant la circulation fiduciaire ».

« Contracter des emprunts, en régler les modalités, établir toutes exemptions fiscales y afférentes et prendre toutes mesures aux fins d'arrêter ou de réduire l'inflation, de parer aux conséquences de celle-ci et d'assurer le rapatriement des capitaux ».

« Exercer un contrôle rigoureux sur le commerce des devises étrangères ».

« Approuver toutes modifications, dérogations ou additions aux

« Si on analyse cette loi pratiquement, écrit M. Franck, on voit qu'elle est loin d'instituer une dictature ou d'être une loi de pleins pouvoirs. En réalité, le Parlement ne faisait que donner pour un temps limité des délégations qui elles-mêmes étaient circonscrites par leur objet et par les circonstances et qui se justifiaient pleinement ».

« Ce qui rassurait en la circonstance, c'est que les trois partis étaient représentés au Gouvernement par des personnalités éminentes. Nulle mesure arbitraire n'était donc à craindre.

« Le projet avait, en somme, pour principal mérite de permettre une action rapide.

« Le Parlement, animé du même esprit civique qui avait imposé silence aux préoccupations de parti, accorda sans marchander les pouvoirs qui lui étaient demandés ».

\*\*

C) Vint alors la transformation de la *Régie des Chemins de fer belges en Société nationale*, avec la mobilisation du capital représenté par la cession du droit d'exploitation.

---

« statuts de la Banque Nationale, qui seraient requises pour la réa-

« lisation des objets prévus par le présent article ».

« Affecter de coefficients de majoration les droits, taxes et impôts de toute nature, de manière à maintenir, s'il y a lieu, le niveau de leur rendement ».

« Reconnaître la validité des stipulations sur la base de l'or dans tous les actes publics ou privés ».

« Prescrire toutes règles propres à rétablir la fixité des évaluations portées aux inventaires et bilans ».

« Procéder à des aliénations de biens domaniaux ».

« Régler la liquidation, la vente et la disposition des biens, des ressortissants ex-ennemis, mis sous séquestre ».

« Prendre toutes mesures relatives au ravitaillement de la population et à la réduction de la consommation des produits de luxe ».

« Les contraventions aux arrêtés pris en vertu de la présente loi sont punies de peines correctionnelles, à moins que l'arrêté ne dispose que la sanction est réduite aux peines de police ou qu'il y ait lieu à application des lois fiscales ».

« A l'expiration du délai de six mois, il sera fait rapport aux Chambres sur les mesures prises par le Gouvernement en vertu de la présente loi ».

La création de la Société nationale des Chemins de Fer a été l'aboutissant d'études nombreuses tendant à faire de la Régie, soit un organisme autonome, soit une entreprise à bénéfices.

Le problème de la gestion autonome était posé depuis longtemps et procédait des imperfections et des faiblesses de l'exploitation en régie. Divers projets avaient été élaborés dans ce sens avant et après la guerre, aucun n'avait été retenu (1).

L'idée de l'exploitation à bénéfices était de date récente. Elle avait été semée sous le Ministère Pouillet. Représentant de l'intérêt public, l'Etat exploitant avait toujours considéré, en effet, qu'il devait taxer les transports au prix de revient et s'interdire toute recherche de bénéfices.

Reprenant le problème sous le double aspect que nous venons de dire, le nouveau Gouvernement, après avoir eu beaucoup de peine à réaliser l'accord de ses membres sur la question du statut du personnel, faisait adopter par le Parlement la création de la *Société Nationale des Chemins de fer belges* (loi du 23 juillet 1926).

L'Etat belge n'a pas aliéné la propriété du réseau; il fait seulement apport en jouissance à un organisme autonome, à une Société « sui generis » du droit de l'exploitation pendant 75 ans. Encore s'est-il réservé la faculté de reprendre ce droit à partir de la vingt et unième année (art. 1 et art. 12).

Le capital de la Société a été fixé à 11 milliards de francs (2), représentés pour 1 milliard par 10 millions d'actions ordinaires de 100 francs chacune et pour

---

(1) Un projet déposé par M. Theunis en 1924 fut voté par la Chambre des Représentants, mais il ne put venir en discussion devant le Sénat.

(2) « C'est une évaluation. Le Gouvernement l'a faite d'après tous les éléments dont il dispose. Mise en regard des rapports officiels sur notre chemin de fer et des dépenses faites avant la guerre et depuis l'armistice, et surtout de la dévalorisation du franc, elle paraît sensiblement inférieure à la réalité. » (Louis Franck).

10 milliards par 20 millions d'actions privilégiées de 500 francs.

L'intégralité de ces actions a été attribuée à l'Etat en rémunération de son apport. Les actions ordinaires sont nominatives et inaliénables ; l'Etat les conserve donc, en portefeuille ; les actions privilégiées sont, au contraire, au porteur et cessibles (art. 3).

A l'Assemblée générale, chaque action ordinaire donne droit à une voix ; quant aux actions privilégiées, elles n'ont droit à une voix que par groupe de dix actions (art. 6).

En complétant la loi du 23 juillet 1926 (art. 9) par l'arrêté royal du 31 juillet (1), on peut dire que les actions privilégiées jouissent des avantages suivants :

Un intérêt de 6 % payé par l'Etat ;

Une participation de 50 % dans le solde des bénéfices nets disponibles après tous les prélèvements prescrits par les statuts (2) (l'autre moitié de ce solde constituant la rémunération des actions ordinaires) (art. 10).

Une garantie de change sur la base de 175 francs, pour une livre sterling (3). Enfin, les intérêts sont assurés d'une immunité complète au regard des impôts sur les revenus.

Les actions privilégiées seront remboursées, aux frais de l'Etat, en 65 ans, à partir de la onzième année qui suivra la constitution de la Société. Après remboursement, elles seront remplacées par des actions de jouissance (art. 9).

Le Conseil d'administration se compose de 21 membres ; le Roi en nomme 18 (dont 8 sur des listes présentées par divers organismes nationaux) et le personnel.

3. — Le Ministre ayant dans ses attributions les Che-

---

(1) Arrêté « autorisant l'émission d'actions privilégiées de la Société des Chemins de fer belges » (art. 2, 5, 6).

(2) Cette participation est susceptible de porter le taux total d'intérêt à 8 ou 9 %.

(3) La même garantie était donnée pour le remboursement des actions.



mins de fer préside avec voix délibérative les réunions du Conseil, lorsqu'il le juge nécessaire (art. 7).

Pour l'établissement du statut du personnel, une commission paritaire nationale, présidée par le Ministre des Chemins de fer et des commissions régionales, devaient être instituées sur des bases et avec des pouvoirs déterminés (art. 13).

Le Conseil d'administration règle les tarifs de transport, mais le Gouvernement a toujours le droit d'en exiger l'abaissement ou d'en interdire le relèvement (art. 16).

Enfin, le bilan et le compte profits et pertes doivent être communiqués chaque année aux Chambres, après avoir été approuvés par l'Assemblée générale (art. 19).

Il faut reconnaître que l'autonomie instituée par ce régime est plus apparente que réelle. En effet, l'Etat garde la haute main sur le Réseau. En un mot, compromis entre la formule de la gestion autonome et les théories socialistes, « l'Industrialisation des Chemins de fer » est restée à mi-chemin et les caractéristiques de la nouvelle Société demeurent à bien des égards, celles d'une entreprise d'Etat.

\*  
\*\*

D) Enfin, la *Consolidation de la Dette flottante* fut l'aboutissement logique et le terme des premiers efforts de redressement financier du Gouvernement.

L'idée première de M. Francqui avait été d'offrir aux porteurs de Bons une consolidation volontaire dans des termes très favorables, mais il se rendit rapidement compte que cette proposition aurait peu de chance de succès.

Au contraire, la mobilisation des Chemins de fer mettait entre les mains du Gouvernement l'outil grâce auquel il lui devenait possible de tenter l'audacieuse opération de la consolidation de la dette flottante.

La dette flottante était à peu près entièrement placée dans le public. Pour réaliser une stabilisation rapide, il était donc presque fatal que l'on envisageât la consolidation forcée, d'autant plus que celle-ci risquait peu de compromettre la liquidité des Banques et de désorganiser le marché monétaire. Si les ressources manquaient pour payer les dépenses budgétaires normales, à plus forte raison faisaient-elles défaut pour assurer le remboursement des Bons et seule l'inflation eût pu mettre à même d'y pourvoir. A supposer qu'elle eût été autorisée par le Parlement, le résultat en était que les porteurs de Bons auraient légalement échangé leurs Bons contre une monnaie chaque jour plus avilie, qui les aurait ruinés. L'opération leur fut d'ailleurs présentée comme une novation de dette avantageuse et pour justifier ces avantages, elle était ainsi conçue : les actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de Fer étaient remises par l'Etat au Fonds d'amortissement de la dette publique (1) avec mission d'en faire l'émission (2) « en les « offrant, de préférence, aux porteurs de titres de la « dette belge consolidée ou à court terme » (art. 11 de la loi du 23 juillet 1926).

Un second arrêté royal en date du 31 juillet 1926 « *réglant l'aménagement de la dette flottante* » organisa l'échange des Bons du Trésor à six mois escomptés (art. 1) et des Bons à 5 % à cinq ans venant à échéance le 1<sup>er</sup> décembre 1926 (art. 5) contre des actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de Fer avec jouissance du 1<sup>er</sup> septembre 1926. L'échange se faisait sur la base du pair.

---

(1) C'est en raison du rôle qui lui a été ainsi dévolu que ce Fonds est représenté au Conseil d'administration de la Société Nationale des Chemins de Fer par cinq membres, lesquels sont nommés par le Roi sur une liste de présentation.

(2) L'article 8 de l'arrêté du 31 juillet 1926 sus-mentionné précise les conditions de cette émission. Du 9 au 28 août 1926, il pourra être souscrit en espèces par tranche de 1.000 francs minimum au pair de la valeur nominale, soit 500 francs par titre des actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de Fer Belges portant la jouissance du 1<sup>er</sup> septembre 1926 ; l'Etat belge versera aux souscripteurs les intérêts à 7 % l'an sur le montant de leur souscription, depuis la date de celle-ci jusqu'au 31 août 1926.

Cependant, les détenteurs de Bons du Trésor qui n'acceptaient pas la conversion de leurs titres devaient les échanger, après dépôt pour estampillage, avant le 15 août, contre des Bons nouveaux à 5 % remboursables par voie de tirage au sort « au fur et à mesure que les « disponibilités du Fonds d'amortissement le permettront » (art. 3).

Quant aux Caisses d'épargne et aux Etablissements de crédits et d'utilité publique, le Ministre des Finances fut autorisé à conclure avec eux, sur avis conforme du Comité du Trésor et dans la mesure où ils n'auraient pas converti leurs Bons en actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de Fer belges, des arrangements permettant d'échanger les titres qu'ils conservaient contre des Bons du Trésor spéciaux. En exécution de cette disposition, le Ministre des Finances remit aux dites Institutions des Bons à 7 % remboursables en douze trimestrités. Cette mesure était indispensable pour mettre aux mains des intéressés les liquidités nécessaires à l'économie générale du pays; le taux de 7 % était fixé, d'une part, à raison de ce que les Caisses d'épargne et Etablissements de crédits devaient, pour faire face à leurs arrangements vis-à-vis de leurs prêteurs et déposants, emprunter eux-mêmes à la Banque Nationale à un taux supérieur et contre la garantie des dits Bons, et, d'autre part, à raison de ce que les remboursements s'échelonnaient sur une période de trois ans.

La Banque Nationale de Belgique fut d'ailleurs autorisée à assimiler les actions privilégiées, ainsi que les Bons du Trésor nouveaux, créés en exécution de l'arrêté royal, aux fonds publics admis en gage pour tenir lieu d'une signature, conformément à l'article 21 de ses statuts.

Ces diverses mesures tendaient à éviter le double écueil d'enlever à l'économie nationale les disponibilités nécessaires, comme ce fut le cas en Italie, et d'éviter la mobilisation trop aisée des nouveaux titres, ce qui n'aurait fait que retarder d'une étape l'inflation.

L'opération de consolidation a été un succès. Le public comprit qu'il valait mieux recevoir une action reposant sur un actif réel que des billets de banque douteux et dont l'émission massive eût conduit à une catastrophe.

Les résultats en ont été les suivants :

4.238 millions ont été convertis en actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de Fer ;

350 millions de Bons ont été présentés à l'estampillage et transformés de ce chef, en Bons 5 % amortissables par le Fonds d'amortissement dans la mesure de ses disponibilités.

Enfin, 1.400 millions de Bons spéciaux destinés presque totalement à la Caisse d'Epargne, aux Etablissements de Crédit et aux Institutions d'utilité publique, ont été émis.

M. Louis Franck apprécie cette consolidation dans les termes suivants :

« En réalité l'opération avait le caractère d'un emprunt forcé demandé aux concitoyens qui, par leur propre recours aux Bons, avaient montré qu'ils disposaient des ressources nécessaires.

« Elle est morale, car il est assurément plus honnête de faire la conversion en sauvant les finances du pays, que de poursuivre l'inflation en perdant à la fois le crédit national et l'avoir des porteurs.

« Ce qui naturellement adoucit beaucoup la mesure, c'est que le nouveau titre présente beaucoup plus d'avantages que le titre ancien. A des gens qui avaient une créance 6 % contre l'Etat, sans sécurité spéciale d'aucune sorte, on remettait une action privilégiée donnant :

« 1° Le même intérêt garanti par le même débiteur, l'Etat ;

« 2° Une part dans le bénéfice d'un réseau de Chemins de fer de premier ordre ;

« 3° La sécurité représentée par cet immense patri-



« moine dont l'exploitation est concédée à très long  
« terme.

« La consolidation a été, en résumé, bien accueillie et  
« bien supportée.

« Elle a eu, en outre, le mérite d'ouvrir la voie à la  
« réforme monétaire.

« Nulle réforme monétaire ne peut se faire avec sécu-  
« rité sous la menace d'une grande dette flottante ».

Ajoutons que les tarifs de transport ont été relevés en septembre, puis en octobre 1926. Les majorations sont de 37,5 % et atteignent même 50 %. Au 15 janvier 1927, nouvelle hausse, de telle sorte que le coefficient de 3,9 qui était encore en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 1926 (1) s'est alors vu porté à 7, soit une augmentation de 80 % ; c'est là une garantie sérieuse de rendement.

Décidée au mois de mai, la consolidation eût signifié, sans plus, la fermeture des guichets de l'Etat. Fin juillet, grâce à la compensation offerte par l'Etat, elle prenait plutôt le caractère d'une conversion. Pour être imposée aux porteurs de Bons, les actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de Fer n'en conservaient pas moins tous leurs attraits : rendement élevé, garantie de change, stabilité, exemption d'impôts. ,

---

(1) Les tarifs pour voyageurs n'atteignent que le coefficient 5,5 à 6.

## CHAPITRE IV

### PRÉPARATION, RÉALISATION ET ÉCONOMIE DU PLAN DE STABILISATION DE M. FRANQUI

#### 1) *Préparation.*

Dès le lendemain du vote des premières lois réclamées par le Ministère, M. Francqui, accompagné de M. Hautain, Gouverneur de la Banque Nationale, se rendait à Londres, où il négociait et obtenait le renouvellement des crédits de changes consentis à la Belgique.

Le succès de ces démarches donnait au Gouvernement la tranquillité d'esprit nécessaire pour achever de mettre de l'ordre dans les finances nationales avant d'attaquer le problème de la stabilisation.

M. Francqui déclarait, en effet, avec opportunité :  
« Il est bon que chacun se pénètre de l'idée qu'il est  
« absolument inutile de songer à stabiliser une monnaie  
« aussi longtemps que l'ordre ne règne pas dans les  
« finances intérieures du pays. On ne doit pas s'imagi-  
« ner qu'il soit possible de stabiliser le franc par l'effet  
« d'une simple disposition législative. Supposer qu'un  
« Gouvernement puisse, sans le concours de tous les ci-  
« toyens, indistinctement, empêcher une monnaie de  
« s'avilir, c'est une utopie qui ne peut naître que dans  
« les esprits simplistes ».

Ce consentement général conditionnait évidemment la réforme, mais la *faveur des circonstances* était non moins impérieusement nécessaire.

Quelles étaient donc ces circonstances au mois de septembre 1926 ? M. Franck le rappelle dans son ouvrage et

dans la communication qu'il fit en France, en mars 1927, à l'Académie des Sciences morales et politiques; il déclare que « jamais elles n'avaient été plus favorables et « qu'en dix ans, il ne serait peut-être plus présenté une « heure où tant de facteurs de succès se trouveraient « réunis ».

a) Au regard des Finances publiques, la situation catastrophique léguée par le Ministère Pouillet avait été maîtrisée et rarement pareil redressement a été opéré dans un espace de temps aussi court. Réduction des dépenses budgétaires; vote de quinze cents millions d'impôts nouveaux; création d'un Fonds autonome chargé d'amortir la dette, tant flottante que consolidée, création de la Société Nationale des Chemins de fer; conversion ou aménagement de la dette flottante intérieure, toutes ces mesures prises dans un ordre méthodique n'avaient été que les préliminaires indispensables de la stabilisation.

Les événements avaient répondu à l'effort; les recettes d'impôts étaient abondantes; le Trésor avait pu profiter de ce rendement avantageux et de l'amélioration du change, pour, — après les renouvellements que nous avons dits, — rembourser une partie des crédits provisoires et des Bons en devises négociées sous le Gouvernement précédent (1); le crédit de un milliard et demi ouvert à l'Etat auprès de la Banque Nationale par la loi du 19 mai 1926 n'avait pas été épuisé; le placement des actions de la Société Nationale des Chemins de fer se faisait avec succès en Belgique et à l'étranger; l'énergie du Gouvernement recevait sa récompense et ces résultats donnaient confiance dans l'usage qu'il pourrait faire des pleins pouvoirs qu'il avait obtenus du Parlement.

---

(1) En août et septembre, le Gouvernement avait remboursé un total de 25 millions de dollars sur la dette flottante extérieure, soit environ la moitié de cette dette et la provision nécessaire aux échéances à venir était en voie de constitution. L'émission de deux tranches d'actions privilégiées des Chemins de fer, l'une en Hollande, l'autre en Suisse avait fourni un apport de quelques millions de dollars.

Mais lui-même, sentait la nécessité de se hâter, car l'opinion donnait des signes de nervosité. D'aucuns soutenaient qu'il était trop tard pour procéder à la stabilisation et qu'il valait mieux attendre Janvier ou Février, après que les phénomènes saisonniers auraient produit leurs effets. Ces inquiétudes parurent même fondées, quand, le 22 Septembre, les monnaies-or esquissèrent une pointe de hausse, qui mena la livre de 175 francs à 184,25, au point que le Gouvernement fut contraint de demander à la Banque Nationale d'intervenir sur le marché, bien que les devises qu'elle détenait ne représentassent qu'une partie des sommes nécessaires au paiement de la Dette flottante extérieure.

b) Toute stabilisation mettant brusquement un frein aux facilités du régime d'inflation et tendant à provoquer une tension des trésoreries privées, le Ministère chercha à apprécier l'état des Fonds de Roulement des Entreprises financières, industrielles et commerciales pour se représenter comment celles-ci prolongeaient la situation des finances publiques.

Or, l'enquête que poursuivait à cet égard la Banque Nationale l'assura que, dans son ensemble, « l'économie » productive du pays se trouvait, pour le moment, dis-  
« poser de ressources de trésorerie remarquablement  
« liquides et abondantes pour un pays où il n'est pas de  
« pratique de laisser dormir l'argent. »

L'état des comptes d'avances à la Banque confirmait ce renseignement. Les Bons spéciaux 7 % qui avaient été délivrés aux banques au moment de la consolidation de la dette flottante, étaient admissibles pour les avances à demander à la Banque Nationale. Or, au 29 Septembre 1926, sur 1.400 millions de bons bancaires émis dans ces conditions, les crédits sollicités étaient seulement de 62.470.000 francs. Les comptes ordinaires d'avances étaient, de leur côté, plus réduits que d'habitude : le solde débiteur des avances de 14.365.000 était au 6 Octo-



bre 1926, descendu à 7.872.000 ; les banques possédaient donc les liquidités nécessaires.

Les industries de base et, surtout, les charbonnages avaient été assez gênés dans les premiers mois de l'année. Plus de deux millions de tonnes de charbons s'étaient accumulés sur le carreau des mines, tandis que, dans la métallurgie, les effets de la concurrence allemande avaient commencé à se faire sentir. Mais la grève des mineurs en Grande Bretagne avait complètement modifié ce tableau. Les 200 millions de francs que représentait l'immobilisation des charbons étaient redevenus disponibles et avaient reflué vers les banques. L'industrie métallurgique exportait en grand, à de bons prix, et les autres industries, à l'exception de la construction, n'avaient pas de raison de se plaindre.

Bref, la leçon donnée par la crise de mars-avril et les craintes provoquées, un peu plus tard, par la suspension de paiements de quelques petites banques, avaient certainement depuis assez longtemps poussé à la prudence en matière de crédit. La Banque Nationale avait sagement donné l'exemple et les grandes banques avaient agi dans le même sens.

L'allure des entreprises privées était donc d'aussi bon aloi que celle des finances publiques.

c) Si l'on se tournait ensuite vers l'Extérieur, on n'apercevait également que symptômes favorables.

La politique de Locarno était dans son printemps, et, aux diverses périodes troublées, tant vis-à-vis de l'Allemagne qu'entre alliés, qui avaient suivi la guerre, elle avait fait succéder une ère d'apaisement. La grève des mineurs britanniques n'avait d'aspect politique qu'intérieurement. Extérieurement, ce n'était qu'un événement commercial heureux. Aux Etats-Unis, la prospérité était plus grande que jamais ; l'abondance de l'argent y faisait bien augurer du succès d'un emprunt. Il en était de même à Londres. L'Italie avait visiblement entrepris un effort vers un redressement monétaire. Quant à la

France, elle s'était ressaisie et ce qu'il y avait de sain en elle triomphait des esprits malins qui l'avaient conduite au bord de l'abîme; en pleine réaction contre lui-même, le franc français s'améliorait avec continuité et, si le franc belge l'avait fidèlement suivi jusqu'au fond de sa chute, au rebours, bénéficiait-il, à présent, de toute sa reprise.

Or, un marché de change en hausse est un milieu particulièrement propice à une stabilisation; le soutien des devises appréciées étrangères émane, en effet, alors, d'un courant naturel au lieu d'être, comme dans le cas contraire, tout artificiel. Si le change est en baisse, il est apparent qu'au moment de la stabilisation, le public viendra demander de l'or ou des devises à l'Institut Central; si le change est en hausse, il aura une tendance à lui en apporter pour obtenir un billet qui fait prime.

Il semble bien qu'à dater de la nomination de M. Louis Franck comme Gouverneur de la Banque Nationale, soit, donc, depuis fin Septembre, le Gouvernement ait mis ces circonstances à profit pour désolidariser à nouveau le franc belge du franc français. Mais les temps étaient changés. M. Janssen qui opérait en pleine chute de la devise française était contraint, pour compenser l'allègement du plateau du franc, de prélever dans l'autre dollars sur dollars. M. Francqui, au contraire, grâce à la prime chaque jour plus élevée du franc français, et, par solidarité, de son cadet, le franc belge, voyait ces deux plateaux s'équilibrer d'eux-mêmes, car à mesure que la charge du premier s'augmentait de la valeur accrue du franc, l'autre se remplissait automatiquement de valeurs-or.

d) Enfin l'état, en dehors des mouvements monétaires de capitaux, de la Balance des Comptes devait, à son tour, fixer sérieusement l'attention du Gouvernement. Le problème à cet égard était double : il s'agissait de savoir si l'étranger avait actuellement des soldes créditeurs im-

portants sur la Belgique, et, si une fois la stabilisation du change réalisée, les conditions économiques rendraient de nouveaux prêts bancaires encore indispensables à la Belgique. S'il en eût été ainsi, la Belgique n'aurait pu conserver la maîtrise de son marché financier intérieur qu'en consolidant ces prêts bancaires par des emprunts continuels à l'étranger, dont la charge croissante d'intérêts aurait compromis l'ajustement des comptes dans l'avenir.

Sur le premier point, le Gouvernement s'en était référé aux économistes belges les plus distingués et ceux-ci s'étaient trouvés d'accord pour reconnaître la persistance de l'équilibre que nous avons reconnu à la Balance des comptes dès le terme des Ministères Theunis. On faisait, de plus, remarquer que la mise en valeur des houillères de la Campine était commencée; que les facultés des usines belges travaillant pour l'exportation s'étaient généralement développées; que le Congo, qui faisait partie du même système économique, grâce à la parité de la monnaie, jouissait d'une grande prospérité et que le fléchissement des exportations du début de l'année avait fait place à une reprise d'autant plus marquée que la grève anglaise les avait favorisées; bref, la Balance commerciale était meilleure qu'elle n'avait été depuis longtemps (1).

Sur le second point, les artisans de la nouvelle stabilisation observaient qu'un régime monétaire sain s'est toujours suffi à lui-même pour corriger les écarts qui se produisent entre la consommation du pays et ses gains; dans le relèvement du taux de l'escompte et le rétrécissement des crédits, pourvu que la Dette flottante soit éliminée et ne contraigne pas le public à aller chercher aux guichets du Trésor les instruments monétaires qu'on lui refuse à ceux de la Banque, il possède des régulateurs efficaces, qui, en temps d'inflation, font défaut à l'écono-

---

(1) Juillet —181; août —99; septembre —98 et octobre + 134 millions.

mie nationale. Au total, en tous cas, en supposant que la Balance fut passive d'une façon permanente, ce n'était pas en continuant à vivre en régime d'inflation qu'on la corrigerait. Seul, un régime monétaire sain pouvait la ramener dans la voie de l'amélioration.

Grâce au reflux des capitaux vers la Belgique, qui était tout ensemble cause et effet de la hausse du franc, la Banque Nationale avait pu améliorer sa situation, en acquérant des devises sur le marché.

Mais il fallait tenir compte des engagements de l'Etat à l'égard de la Dette flottante extérieure; et, si profitable que fût cette source de devises, il n'y avait aucune perspective qu'elle permît d'atteindre une couverture convenable; tout au plus, pourrait-on y trouver une certaine économie. Son véritable objet était de faciliter, en tout état de cause, une politique de change, tendant à amortir les à-coups et les variations brusques du marché international.

C'est pourquoi, dès le 2 octobre, MM. Francqui et Franck entamèrent personnellement des démarches à Londres.

Ils s'adressèrent d'abord aux Banques d'émission et la base financière de la réforme fut un accord, conclu le 5 Octobre, entre la Banque Nationale de Belgique et les principales Banques à circulation-or. En vertu de cet accord, ces divers Instituts mettaient à la disposition de la Banque Nationale de Belgique, sous forme de rées-compte ou de cession d'effets, *un Crédit de 30 millions de dollars* si, dans un délai de trente jours, la Belgique procédait à la stabilisation de sa monnaie et obtenait des banques privées un emprunt d'au moins 1.500.000 de livres sterling (1).

Ce fut le premier acte et, acte capital, puisqu'il asso-

---

(1) M. Francqui, dans ses déclarations à la presse, insista sur le fait qu'aucune des Banques d'émission n'avait demandé de garantie « Ni Congo, ni Chemin de fer, ni Télégraphe, ni rien ».



ciait à la réforme les Banques centrales d'Angleterre, d'Amérique, d'Allemagne, de Hollande, de Suède, du Japon, d'Autriche, de Hongrie, puis de Suisse; les Banques de France et d'Italie apportèrent également, par la suite, à l'opération, leur part de patronage financier. Ainsi, dans une limite déterminée, une solidarité morale et matérielle avait-elle été établie entre les banques centrales de onze pays. C'était, sur une aussi vaste échelle, la première manifestation de la politique anglo-saxonne qui tend à transformer peu à peu le régime exclusivement national des Banques d'émission en un régime de coopération internationale. Ce principe de collaboration, par un autre de ses aspects, a occupé la scène du monde au cours de l'été 1927, lors des achats d'or de la Banque de France en Angleterre, et sa plus récente application est l'émission, en Octobre 1927, de l'emprunt 7 %-or de restauration financière et monétaire en Pologne.

Après être rentrés à Bruxelles, MM. Franqui (1) et Franck préparèrent les premières bases des projets de stabilisation et retournèrent à Londres le 20 Octobre pour la conclusion d'un *Emprunt* entre l'Etat belge et un groupe puissant de banques privées.

Le montant de cet emprunt ne fut arrêté à 100 millions de dollars bruts, qu'au prix, dit-on, de longs et persévérants efforts. Il fut pris ferme le samedi 23 Octobre, à 90 % par les banques pour être émis dans le public à 94 % (2). L'intérêt était de 7 %, avec remboursement à 105 francs en trente ans. Un fonds d'amortissement, ali-

---

(1) M. Franqui avait été nanti des pouvoirs nécessaires par un arrêté royal du 20 octobre « autorisant le ministre des Finances à contracter un emprunt à l'étranger ».

(2) Sa répartition entre les membres du groupe de banques se fit ainsi :

|                                                                   |                       |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| Etats-Unis (J. P. Morgan & C <sup>o</sup> & Guaranty Trust) ..... | 50.000.000 dollars    |
| Grande-Bretagne (Baring Brothers Westminster Bank) .....          | 7.250.000 £           |
| Pays-Bas (Hope & C <sup>o</sup> ) .....                           | 1.250.000 £           |
| Suède (Stockholms Enskilda Bank) .....                            | 9.000.000 couronnes   |
| Suisse (Union bancaire suisse) .....                              | 3.200.000 fr. suisses |

menté par un supplément de 1 %, assure ce remboursement par rachat ou tirage au sort annuel, à partir du 1<sup>er</sup> Novembre 1927.

Ces conditions furent acceptées par le Gouvernement belge comme les meilleures qu'il lui était possible d'obtenir, étant donné qu'à l'intérieur les rentes étaient capitalisées à un taux plus élevé qu'à l'étranger : le 7 % belge, remboursable à francs 107,50, cotait à New-York 96. L'échec de la première stabilisation pesait dans la balance.

Par le contrat entre l'Etat belge et les banquiers émetteurs, la Banque Nationale était créditée du produit de l'emprunt. Mais comme celle-ci n'était pas et ne devait pas être partie au contrat, une lettre des banques lui notifia cette stipulation à son profit et elle l'accepta. L'emprunt étant pris ferme, elle se trouvait, dès lors, créancière directe des avoirs étrangers qu'il représentait. Grâce à ces arrangements, la stabilisation pouvait se faire sans attendre l'émission. Le placement de l'emprunt rencontra, d'ailleurs, un grand succès.

## II) *Réalisation et économie.*

Tous les accords préalables étant, cette fois, fermement conclus, le dimanche 24 Octobre la dernière main fut mise aux arrêtés de stabilisation sans que rien de l'opération en préparation ait transpiré; le secret et la rapidité essentiels au succès avaient été rigoureusement observés.

Ces arrêtés, — tous du 25 Octobre 1926, — étaient les suivants :

1<sup>o</sup> Arrêté « approuvant une Convention entre la Banque Nationale de Belgique et l'Etat belge ». La Convention ainsi visée est du 18 Octobre 1926;

2<sup>o</sup> Arrêté « relatif à la stabilisation monétaire »;

3<sup>o</sup> Arrêté « prorogeant la durée de la Banque Nationale de Belgique et modifiant certaines dispositions « des lois combinées des 5 Mai 1850, 20 Mai 1872,

« 26 Mars 1900 et 26 Février 1926, relatives à cette *Institution* (1) ».

L'analyse de ces divers documents dans leurs parties essentielles mettra en évidence la technique de la stabilisation de M. Francqui.

Il résulte en substance de la *Convention du 18 Octobre 1926 entre l'Etat et la Banque Nationale de Belgique*, ratifiée par le premier des arrêtés royaux précités :

a) que l'Etat s'engageait à céder à la Banque Nationale le produit intégral de l'emprunt à contracter par lui à l'étranger pour effectuer la stabilisation du franc contre restitution, à dû concurrence, de Bons du Trésor représentant sa dette envers la Banque (art. 1) ;

b) que la Banque était autorisée à réaliser l'argent compris dans son encaisse métallique, à condition d'affecter à des achats d'or le produit de cette réalisation (art. 2) (2) ;

c) enfin, que l'accroissement d'actif devant résulter de la réévaluation de l'encaisse métallique, était abandonné par la Banque à l'Etat, déduction faite, toutefois, de tous impôts ou prélèvements quelconques au profit de l'Etat qui pourraient être perçus à l'occasion de la réévaluation des immeubles et de l'incorporation éventuelle

---

(1) Pour mémoire et à titre documentaire, nous citerons, enfin, un arrêté du 26 octobre « relatif à l'émission par l'Etat de monnaies « divisionnaires destinées à remplacer les petites coupures mises en « circulation par la Banque Nationale de Belgique ». L'Etat reprenait pour son compte la circulation des petites coupures de 5 et de 20 francs qui représentaient en fait les monnaies divisionnaires. De ce chef, il n'a rien été ajouté à la circulation. Tous les billets de cette catégorie qui rentrent à la Banque lui sont remboursés par l'Etat. Le montant de ceux qui restent en circulation forme l'objet d'un compte spécial où figure notamment le métal argent destiné à la frappe des pièces qui remplaceront les petites coupures.

(2) En fait, l'encaisse argent a été cédée à l'Etat le 25 octobre 1926 au prix marchand du métal en vue de la frappe de monnaies divisionnaires. Au 25 octobre 1926, l'argent valant à Londres 249/16 par once standard et la livre cotant à Bruxelles 174 fr. 30, le kilogramme d'argent fin valait 620 fr. 023. L'encaisse totale comprenant 802.822.387 kg. 8 d'argent fin, représentait donc une valeur de 187.756.845 fr. 40.

de ceux-ci ou de la réserve au capital social. L'Etat devait utiliser la somme ainsi mise à sa disposition, sous déduction de 600 millions de francs, pour rembourser à la Banque un montant correspondant de Bons représentant sa dette envers cette dernière (art. 3). (Les 600 millions de francs visés ci-dessus devaient servir à l'acquisition des devises nécessaires au remboursement de la dette flottante extérieure). A titre de compensation des charges assumées par le Trésor, du fait de son emprunt à l'étranger (1), la banque faisait abandon à l'Etat du revenu des valeurs sur l'étranger qu'elle avait acquises ou qui lui avaient été remises par l'Etat (art. 4).

*L'Arrêté de Stabilisation* aménage cette opération de la manière suivante.

Dans le rapport au Roi qui précédait ces arrêtés, M. Francqui la caractérisait tout d'abord ainsi :

« Sans cette stabilisation monétaire, le pays demeure-  
« rait dans l'incertitude et, qui plus est, exposé aux plus  
« grands risques. Il est indispensable que la Belgique  
« soit, à nouveau, dotée d'une monnaie saine. Sans cette  
« monnaie, l'équilibre du budget, quelque soin qu'on  
« apporte à l'établir, demeure illusoire. Un franc stabi-  
« lisé peut seul assurer à l'intérieur la sécurité de  
« toutes les transactions, permettre les échanges avec  
« l'extérieur dans une monnaie à laquelle tout le monde  
« fasse confiance.

« Il est indispensable aussi que ceux qui ont vu, il y a  
« quelques mois à peine, notre franc fléchir dans des  
« proportions inquiétantes et ont redouté de le voir tom-  
« ber à rien, soient à l'avenir libérés définitivement de  
« semblable crainte. »

a) L'emprunt extérieur de 90 millions de dollars nets était intégralement versé à la Banque Nationale à titre

---

(1) Un arrêté d'exécution du 30 Octobre 1926 supprima la redevance payée par l'Etat à la Banque à titre d'intervention dans les frais de la Trésorerie en province.



de remboursement de ses avances qui s'élevaient à 6.705 millions de francs. De son côté, la Banque réévaluait son encaisse-or et son encaisse en devises-or (300 millions environ) d'après le taux de stabilisation et l'accroissement d'actif qui en résultait était porté au « crédit de « l'Etat ». Cette somme, à l'occasion de laquelle le mot « remboursement » n'était plus prononcé, ajoutée au produit de l'emprunt, permettait par un amortissement de 4.705 millions, de ramener à 2 milliards de francs le solde de la dette de l'Etat à la Banque Nationale (1).

Ce montant représentait environ 20 % de la circulation; c'est donc dans cette mesure que, pour parler le juste langage de M. Janssen, le billet de banque restait lié au crédit de l'Etat. Mais tandis que, dans les projets antérieurs, aucun amortissement précis du solde n'avait été assuré, le nouvel arrêté en remettait la charge au Fonds d'amortissement (art. 4).

Ce solde ne pouvait plus « en aucun cas être augmenté » (art. 1).

b) Au regard du change, et pour en assurer la stabilité, la Banque devait utiliser l'emprunt extérieur conclu par le Gouvernement; les devises-or dont elle disposait personnellement, et, enfin, les crédits qu'elle avait elle-même obtenus des Banques d'émission ou d'Etablissements de crédit à l'étranger.

Tout en garantissant une relation prudente entre l'en-

(1)

|                                                                                                                                                           |                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| 1) Solde des sommes employées au retrait des marks .....                                                                                                  | frs 5.200.000.000 |
| 2) Dette interprovinciale émise par l'occupant et que l'Etat avait dû reprendre pour dégager la signature des provinces au lendemain de l'armistice ..... | 480.000.000       |
| 3) Prélèvement sur le crédit de 1.500.000 francs ouvert par la loi du 19 Mai 1926.....                                                                    | 1.025.000.000     |
| Ensemble.....                                                                                                                                             | frs 6.705.000.000 |
| Ce montant était amorti de .....                                                                                                                          | 4.705.000.000     |
| et la dette de la l'Etat réduite à .....                                                                                                                  | 2.000.000.000     |

Quant à la somme de 4.705 millions, elle se justifie facilement comme étant un peu inférieure au bénéfice de la réévaluation de l'encaisse (soit  $6 \times 300$  millions) augmenté des 90 millions de dollars de l'emprunt.

caisse et la circulation, le plan financier de la réforme avait donc été conçu de manière à assurer à la disposition de la Banque une masse de devises d'une ampleur considérable qui semblait bien la mettre en mesure de parer à toute éventualité, c'est-à-dire de défendre, en toutes circonstances, le taux de stabilisation, et de régler selon les besoins du pays, la marche monétaire ainsi que la circulation des capitaux.

Dans les conditions que nous venons de dire, la monnaie belge se trouve soumise à un régime qui a été appliqué pour la première fois en Allemagne, où il a reçu le nom imagé de « *Goldkernwährung* ». Dans ce système, la Banque Nationale s'engage à acheter et à vendre des remises sur l'étranger à un cours fixe et, comme dans le cas des Caisses de conversion auquel est lié le mécanisme du Gold exchange standard, le clearing de la balance des paiements se fait à l'Institut d'émission, mais il s'opère en devises, c'est-à-dire en crédits bancaires. Au point de vue intérieur, la circulation monétaire n'est pas forcément affectée par un solde positif, lequel se traduit par des offres de devises à l'Institut d'émission, contre des comptes créditeurs en banque à l'intérieur. Inversement, un solde négatif tend à diminuer la couverture et le volume de la circulation peut s'en trouver réduit puisque la convertibilité est généralement garantie par une proportion déterminée entre l'encaisse-or ou l'encaisse en devises étrangères et les engagements à vue. Dans le cas de la Belgique, par exemple, si les réserves devenaient voisines du minimum légal, toute demande anormale de change risquerait d'exiger un retrait de billets dans la proportion de 6 à 4 : l'élasticité monétaire peut donc se trouver directement et immédiatement soumise aux fluctuations de la balance des paiements.

c) A l'aide de ces ressources de change, sur quelle base était établie la stabilisation du change ?

L'article 8 le fixe en ces termes :

« Le change du franc belge sur l'étranger s'établit au

« multiple de cinq francs. La Banque Nationale adopte  
« le même multiple comme base de ses remboursements  
« en espèces, lesquels se feront à vue, en or, en argent  
« à sa valeur-or, en devises-or sur l'étranger au choix  
« de la Banque. Ce multiple est seul coté en vue du  
« change et porte, à cette fin, le nom de « Belga ».

« Il est interdit de publier le change du franc belge  
« sous une autre forme.

« La parité avec les monnaies étrangères est établie à  
« raison d'un poids d'or fin de 0 gr. 209211 au Belga ».

Il résulte de cet article que la stabilisation était réalisée par le retour à l'étalon-or sur la base de 0,041842 gramme d'or fin par franc. La valeur du franc belge est donc fixée à tout près d'un septième de sa valeur d'avant-guerre (1), soit donc 14 centimes-or environ (2) et il s'agit bien là d'une dévaluation définitive, ne laissant pas de porte ouverte à une modification ultérieure du taux, à l'occasion, par exemple, d'une stabilisation du franc français. La convertibilité à vue des billets était rétablie ; toutefois elle était limitée, pour l'instant, aux paiements à l'extérieur.

Cependant, si la réforme s'était bornée aux règles que nous venons d'exposer, elle eût pu subir les effets de la loi de Gresham, selon laquelle quand deux monnaies sont en présence la moins bonne chasse la meilleure. Mais ce risque a été évité par deux mesures contenues dans les articles 7 et 9 ainsi conçus :

(1) Le tableau suivant donne, d'ailleurs, la parité du belga avec les principales devises étrangères. — Le septième donne exactement 0,041474 gr.

|                                     |                 |
|-------------------------------------|-----------------|
| Amsterdam : Florin .....            | 2.8909          |
|                                     | Parité en Belga |
| Londres : Livre sterling .....      | 85              |
| New-York : Dollar .....             | 7.919           |
| Paris et Bâle : Franc-or .....      | 1.3877          |
| Rome : Lire .....                   | 1.3877          |
| Berlin : Mark .....                 | 1.7132          |
| Amsterdam : Florin .....            | 2.8909          |
| Madrid : Peseta .....               | 1.3877          |
| Stockholm : Couronne suédoise ..... | 1.9274          |

(2) La stabilisation Janssen correspondait à 28 centimes.

(art. 7). « Les billets en francs émis par la Banque  
« continuent à avoir leur cours légal. Rien n'est modi-  
« fié, par le présent arrêté, aux lois existantes quant à  
« la force libératoire de ces billets et à l'obligation pour  
« les caisses publiques et les particuliers de les recevoir  
« comme monnaie légale nonobstant toute convention  
« contraire ».

« Ces billets sont garantis par tout l'avoir de la Ban-  
« que tel qu'il est constitué et augmenté en vertu du  
« présent arrêté ».

(art. 9). « Si la Banque Nationale émet des billets li-  
« bellés sur la base de l'article 8, ils porteront en même  
« temps la mention de leur valeur en francs. Les billets  
« libellés en francs seuls seront en tous temps inter-  
« changeables contre les billets libellés en Belga dans  
« la proportion de cinq à un ».

En résumé, les deux unités monétaires sont indisso-  
lublement unies pour le moment, le belga est une mon-  
naie de change et de compte. Il sert d'étalon monétaire  
pour le change et pour la convertibilité. Son introduc-  
tion sur le marché internationale a donné un nouveau  
nom, une nouvelle parité, une nouvelle cotation à la  
devise belge.

Pour mémoire, nous ajouterons que les articles 10 et  
11 abrogent, l'un, en principe, la loi du 25 janvier 1923  
sur l'exportation et l'importation des valeurs, et l'autre  
la loi du 26 février 1926 par laquelle M. Janssen s'était  
proposé d'opérer la stabilisation monétaire.

La particularité de la réforme, on vient de le voir,  
réside surtout dans l'adoption comme monnaie de  
change d'une unité nouvelle, *le Belga*, qui correspond à  
cinq francs stabilisés.

Dans son rapport au Roi, le Gouvernement expliquait  
comme suit l'introduction du belga « Le franc reste la  
« base de notre système monétaire avec son pouvoir li-  
« bératoire légal. Mais il ne suffit pas de donner à notre  
« monnaie nationale une base stable, il importe aussi



« que, vis-à-vis de l'étranger, et, par conséquent, au  
« point de vue du change, cette stabilisation prenne  
« une forme tangible, qui concrétise pour le marché  
« mondial les garanties nouvelles que présentera désor-  
« mais la devise belge (1)... Il ne s'agit pas d'une nou-  
« velle monnaie, il s'agit de l'affectation d'un des élé-  
« ments de notre système monétaire actuel à un rôle  
« spécial au point de vue du change, rôle qui est con-  
« sacré par une dénomination nationale. Le belga est  
« un simple multiple du franc ; l'un et l'autre seront,  
« en tout temps, interchangeable sur la base de cinq  
« francs pour un belga ». Première justification, par  
conséquent : le Gouvernement a voulu marquer nette-  
ment vis-à-vis de l'étranger la fin du régime du papier  
monnaie et le retour à l'étalon-or.

Dans les exposés de M. Frank, on rencontre un second  
ordre de justifications. « Consacrer l'existence d'un  
« franc-or c'était s'exposer à de graves inconvénients,  
« au point de vue intérieur. C'était le bouleversement  
« brutal et immédiat des prix ; un rapprochement cons-  
« tant et amer entre les valeurs normales courantes et  
« les valeurs d'avant-guerre, des controverses et des  
« conflits au sujet de l'interprétation des anciens con-  
« trats. C'était le trouble dans les esprits et un décalage  
« brusque dans l'expression de la valeur des choses et  
« des services. Mieux valait adopter une nouvelle parité  
« qui servirait de base aux rapports avec l'étranger,  
« tandis que le franc continuerait à circuler à l'inté-  
« rieur ».

Et encore. « Par le maintien du franc comme mon-  
« naie intérieure et par la création du belga, qui forme  
« une espèce de palier établi au degré 5, elle a évité

---

(1) Le rapport de la Banque Nationale pour l'exercice 1926 dit de  
même : « Cette création a permis de traduire dans la cote des  
« changes l'assainissement monétaire opéré en Belgique. Elle a été  
« dans toutes les Bourses du monde le signe matériel de la stabili-  
« sation de notre billet de Banque, sortie de la catégorie des mon-  
« naies d'inflation ».

« qu'on ne s'applique brutalement, dans tous les domaines, à multiplier par 7 les prix d'avant-guerre.

Ce que le Gouvernement semble, en effet, avoir sur tout cherché, c'est, en introduisant dans le système monétaire une unité nouvelle représentant cinq, et non sept unités anciennes, à mettre un frein à la hausse des prix et à déterminer les vendeurs et la main-d'œuvre à se baser sur le coefficient 5 plutôt que sur le coefficient 7. En définitive, dans ce pays, très dépendant de l'étranger, où l'adaptation des prix au niveau international s'opère pour cette raison beaucoup plus vite qu'ailleurs, le Gouvernement essayait de réagir dans la mentalité générale contre cet entraînement naturel. A cet effet « la nouvelle unité devait s'incorporer dans le système « monétaire du franc, et c'était là le meilleur procédé « pour éviter les heurts et les ruptures d'équilibre, tout « en laissant les forces économiques produire dans le « calme, et par une lente transition, leurs effets nécessaires ».

Enfin, il est possible que le Gouvernement ait estimé que, soit en comparaison des unités adoptées par la plupart des pays européens ayant stabilisé leurs monnaies, soit, même, pour les transactions courantes à l'intérieur, le franc belge actuel a une valeur trop réduite, et qu'il ait voulu, sans revenir à l'unité d'autrefois, dont le rétablissement eût risqué d'agir trop brutalement sur les prix, créer cependant une monnaie dont la valeur se rapprochât de celle de l'ancien franc-or.

Au total, la nouvelle unité semble avoir été créée pour des raisons psychologiques et, si elle n'est actuellement qu'une monnaie de compte, on prétend qu'elle est destinée à remplacer, dans un avenir plus ou moins rapproché, l'unité monétaire ancienne.

En dernier lieu, un troisième arrêté du 25 Octobre 1926 « considérant qu'il convient de réunir en un seul « texte les dispositions relatives à la Banque Nationale « de Belgique » *codifiait le statut nouveau de cette Ban-*

« *que* » (1) établi dans le sens d'une large autonomie, l'histoire monétaire de la Belgique n'a pas contredit la Banque de France.

« La Banque est dirigée par un Gouverneur assisté d'un Comité de direction, administrée par un Conseil de régence et surveillée par un Collège de censeurs.

« Il y a également un Comité d'escompte dont la composition et le rôle sont déterminés par le règlement d'ordre intérieur ».

« Le Comité de Direction est présidé par le gouverneur et comprend trois directeurs, dont l'un est appelé à remplir les fonctions de vice-gouverneur ».

« Le Conseil de régence se compose du gouverneur, des directeurs et de neuf régents ».

« Les directeurs et régents sont élus par l'assemblée générale des actionnaires. Trois d'entre les régents sont choisis sur une liste double de candidats présentés à chaque vacance ».

« 1° Pour les membres conseillers de groupe élus par les délégués de classe du Conseil supérieur de l'Industrie et du Commerce et par les membres du Conseil supérieur des métiers et négoce, chacun de ces Conseils présentant un candidat ;

« 2° Par les membres ouvriers et employés du Conseil supérieur du travail ;

« 3° Par les membres élus et cooptés du Conseil supérieur de l'Agriculture.

Les six autres régents sont élus directement. Ils sont choisis parmi les personnalités marquantes du Commerce, de l'Industrie et de la Banque (art. 19).

---

(1) Au cours de l'Assemblée extraordinaire du 14 juin 1926, le Gouverneur de la Banque Nationale déclarait que l'Institut d'émission ne se considérait plus comme lié par la Convention du 10 et 11 mai 1926 : « Cette loi, disait-il, était un élément d'un plan d'ensemble dont les autres pièces s'appelaient stabilisation, emprunt extérieur, reprise des paiements à vue, etc... Les événements qui se sont produits depuis le vote de la loi, et en particulier la chute du franc belge du niveau de 107 au cours actuel, rendent un remaniement inévitable ».

Un contrôle gouvernemental est organisé (art. 26 et 27).

En dehors de ces dispositions, le nouveau texte ne différerait essentiellement de la loi du 26 février 1926, due à M. Janssen, que sur deux points, savoir :

a) Sur la répartition des bénéfices qui était prévue de la manière suivante :

« 1° aux actionnaires, un premier dividende de 6 %;

« 2° de l'excédent :

« a) 10 % à la réserve;

« b) 6 % au personnel ou à des institutions en sa faveur;

« 3° du surplus sont attribués :

« a) à l'Etat, trois cinquièmes,

« b) aux actionnaires, deux cinquièmes à titre de se-  
« cond dividende, à moins que le Conseil de régence  
« ne décide d'attribuer ces deux cinquièmes en tota-  
« lité à un fonds de réserve extraordinaire » (art.  
18).

b) Sur la couverture de la circulation fiduciaire.

Aucun plafond absolu n'est plus imposé à cette circulation. La seule obligation imposée à la Banque par l'article 7, comme par l'article 5 de l'arrêté de stabilisation, est « d'avoir une encaisse en or ou en devises « étrangères convertibles en or au moins égal à 40 % « du montant de ses engagements à vue, dont au mini-  
« mum 30 % d'or ». Mais cette disposition n'était sanc-  
tionnée par aucune pénalisation, comme les règles si-  
milaires l'étaient dans la loi du 26 février 1926.

Le tableau ci-joint donne le bilan de la Banque Nationale de Belgique arrêté, exceptionnellement, au 25 octobre 1926 (soit donc le dernier arrêté de comptes avant la stabilisation) et la situation immédiatement consécutive, celle du 28 octobre 1926 (soit donc la première après la stabilisation).



**BILAN AU 25**

**ACTIF**

|                                                                                                   |                  |                   |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|-------------------|
| Capital .....                                                                                     | —                |                   |
| Encaisse. Or .....                                                                                | 273.977.878,34   |                   |
| — Traites et disponibilités-<br>or sur l'Etranger ....                                            | 30.222.773,08    | 389.025.117,70    |
| — Argent et Billon .....                                                                          | 84.824.466,28    |                   |
| Encaisse. Or .....                                                                                | 2.796.168.210    |                   |
| — Traites et disponibilités<br>sur l'Etranger .....                                               | 2.406.415.941,01 | —                 |
| Argent .....                                                                                      | —                | —                 |
| Billon et Divers .....                                                                            | —                | —                 |
| Portefeuille-effets sur la Belgique et sur l'Etranger.                                            |                  | 3.039.152.732,33  |
| Effets déposés à l'encaissement en compte courant.                                                |                  | 7.685.083,39      |
| Déposant d'effets à l'encaissement en compte courant                                              |                  | —                 |
| Intérêts et réescompte .....                                                                      |                  | —                 |
| Billets de Banque en circulation .....                                                            |                  | —                 |
| Fonds publics .....                                                                               |                  | 49.924.338,30     |
| Réserve .....                                                                                     |                  | —                 |
| Valeurs de la réserve .....                                                                       |                  | 60.137.165,35     |
| Avances sur fonds publics belges .....                                                            |                  | 291.365.180,97    |
| Dette interprovinciale reprise par l'Etat .....                                                   |                  | 480.000.000       |
| Avance à l'Etat pour le remboursement de marks.                                                   |                  | 5.200.000.000     |
| Bons du Trésor escomptés en exécution sur la loi<br>du 19 mai 1926 .....                          |                  | 1.025.000.000     |
| Comptes courants. Trésor .....                                                                    |                  | —                 |
| — — Particuliers .....                                                                            |                  | —                 |
| Immeubles de service, Matériel et Mobilier .....                                                  |                  | 48.986.514,63     |
| Compte d'amortissement des Immeubles de Service,<br>Matériel et Mobilier .....                    |                  | —                 |
| Fonds publics du compte d'Amortissement des Im-<br>meubles de Service, Matériel et Mobilier ..... |                  | 18.869.315,26     |
| Valeurs garanties ou à réaliser (article 39 des sta-<br>tuts) .....                               |                  | 5.747.716,74      |
| Trésor Public : Dépôts en numéraire .....                                                         |                  | —                 |
| Approvisionnements pour la fabrication des billets<br>et des labeurs .....                        |                  | 1.970.578,08      |
| Intérêts acquis à recevoir .....                                                                  |                  | 36.189.927,41     |
| Redevances à l'Etat .....                                                                         |                  | —                 |
| Dividende à répartir .....                                                                        |                  | —                 |
| Actions à émettre (sous réserve de la prime d'émis-<br>sion) .....                                |                  | —                 |
| Divers .....                                                                                      |                  | —                 |
|                                                                                                   |                  | <hr/>             |
|                                                                                                   |                  | 10.654.053.670,16 |

(1) Désormais, les situations de la Banque Nationale sont établies que le cinquième des premiers.

OCTOBRE 1926

SITUATION AU 28 OCTOBRE 1926 (1)

PASSIF

ACTIF

PASSIF

50.000.000

—

200.000.000

—

—

—

—

5.202.584.151,01

—

—

187.756.845,40

—

—

14.816.793,39

—

—

2.296.260,665,39

—

—

32.637.767,11

—

7.685.083,39

—

32.637.767,11

3.308.088,65

—

—

9.431.715,235

—

8.766.833,055

—

99.924.338,30

—

61.101.974,73

—

10.138.606,92

—

10.137.165,35

—

—

244.799.366,28

—

—

—

—

—

2.000.000.000

—

—

—

—

10.768.294,11

—

49.114.909,71

1.034.160.758,74

—

1.177.052.916,30

—

98.054.946

—

19.196.159,22

—

18.871.159,22

—

18.869.315,26

—

—

5.826.718,69

—

215,125

—

272,125

—

—

—

—

—

—

29.492.694,91

—

—

6.410.256,41

—

—

—

50.000.000

—

—

—

6.747.532,92

10.654.053.670,16

10.261.668.072,18

10.261.668.072,18

en francs et en belgas. Les seconds chiffres ne sont évidemment

## CHAPITRE V

### OBSERVATIONS SUR LA STABILISATION DE M. FRANQUI

La stabilisation de M. Francqui, il est à peine besoin de le dire, soulève dès l'abord un certain nombre de questions et suggère immédiatement quelques premières réflexions.

Si l'on se demande, en premier lieu, comment a été déterminé le *Taux de stabilisation* qui correspond sensiblement à 175 francs pour 1 livre ou 36 francs par dollar, on en trouvera tout particulièrement les raisons dans l'ouvrage de M. Louis Franck, Ministre d'Etat, Gouverneur de la Banque Nationale, sur la « Stabilisation monétaire en Belgique », qui nous a déjà fourni de précieux renseignements, parce qu'il contient la pensée des artisans de la réforme monétaire.

« Une stabilisation sérieusement faite », écrit M. Franck, « est conditionnée par les ressources-or dont on dispose, par le marché réel du change et par les besoins de la monnaie du pays ».

« C'est le recouplement de ces trois facteurs », ajoute-t-il, qui nous a conduits au taux de 175 francs pour la livre-or ».

Examinons donc, avec M. Franck, chacun de ces facteurs.

1° Les négociateurs de l'emprunt extérieur s'étaient rendu compte qu'il leur serait impossible d'obtenir des banquiers étrangers plus de 90 millions de dollars nets. C'était là, d'après eux, un maximum de fait.

Une masse déterminée de valeurs-or représente, vis-à-vis d'une circulation fiduciaire également déterminée,

une couverture dont l'efficacité est en fonction inverse du taux de stabilisation. Autrement dit, le degré de sécurité d'une couverture donnée est mesuré par le rapport qui existe entre le poids de l'or qu'elle contient et le poids d'or auquel correspond la circulation de par le taux adopté. Or, ce dernier poids augmente, et, par conséquent, le rapport de sécurité diminue, avec ce taux.

Si, en même temps qu'est fixé le montant de la couverture, l'on s'impose une certaine valeur dudit rapport, c'est-à-dire un certain coefficient de sécurité, le taux de stabilisation s'en déduit mathématiquement et c'est, dans ce sens, que M. Franck peut écrire : « le choix du  
« taux de stabilisation était limité aux environs immé-  
« diats de 175 francs à la livre et de 36 francs au dol-  
« lar, à moins de courir le risque d'une couverture et  
« d'une réserve de change insuffisantes ».

Pour le taux de 150 francs la livre et la même sécurité il aurait fallu emprunter, à peu près, un milliard de plus en francs-papier.

Ce raisonnement est évidemment inattaquable en soi. Le tout est de s'entendre sur le coefficient de sécurité et l'exemple de l'Angleterre est là pour rappeler qu'il ne faut pas se l'exagérer.

2° Il n'est pas possible de stabiliser sans risques, déclare ensuite M. Franck, si on ne le fait pas aux environs des cours indiqués par le change observé pendant un certain temps.

Et M. Franck de constater que les cours moyens du change étaient les suivants :

| Mois            | Francs belges<br>pour un dollar |
|-----------------|---------------------------------|
| —               | —                               |
| Juillet .....   | 41,135                          |
| Août .....      | 36,345                          |
| Septembre ..... | 36,73                           |
| Octobre .....   | 36,05                           |

La seule lecture de ces chiffres recommandait donc le cours de 36 francs.



Ce second facteur ne laisse pas d'apparaître artificiel, car si le cours de 36 francs pour un dollar a bien été celui d'une préstabilisation, on peut se demander dans quelle mesure celle-ci s'est librement établie et n'a pas été concertée : or, il est permis de concevoir quelques doutes sur cette liberté. Quand on suit, en effet, la courbe des changes français et belge en cette année 1926, il saute aux yeux que jamais leur superposition n'a été plus proche que de mai à août, c'est-à-dire pendant la chute maxima qu'ait connue le franc français et son redressement consécutif. Si donc une nouvelle intervention séparatrice ne s'était pas manifestée aux environs de 36 francs pour un dollar, la scission ne se serait pas produite en ce point ; un cheminement étroitement commun se fut poursuivi et le franc belge aurait atteint avec le franc français des cours beaucoup meilleurs. Dès lors, la seconde justification du taux de stabilisation qui nous est proposée revient à dire que MM. Francqui et Franck, stabilisateurs, se sont arrêtés au taux de 36 francs pour un dollar parce que MM. Francqui et Franck, préstabilisateurs, l'avaient déjà adopté et préparé artificiellement en pleine progression de change.

S'il en faut l'avou, on trouvera celui-ci dans le fait que, dès le mois de juillet, nous l'avons vu, une garantie de change sur la base de 175 francs pour 1 livre, tant pour l'intérêt que pour le remboursement des titres amortis, avait été reconnue aux actions privilégiées de la Société Nationale des Chemins de Fer.

3° Enfin, intervenait le souci des besoins monétaires du pays. Ce que les auteurs de la réforme entendaient par là, c'est le maintien, — eu égard au nouveau taux de stabilisation, — de la même circulation en francs-or par tête d'habitant qu'avant la guerre (1).

---

(1) Dans ce terme, il faut ici comprendre la circulation métallique, la circulation fiduciaire et la moyenne annuelle des comptes courants à la Banque Nationale.

Le calcul conduisait sur ce point aux chiffres suivants :

| ANNEES                        | Circulation<br>par tête d'habitant<br>exprimée<br>en francs-or |
|-------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 1913 (1) .....                | 181 francs                                                     |
| 1925 (1) projet Janssen.....  | 246 —                                                          |
| 1926 (1) projet Francqui..... | 179 —                                                          |

Sans doute, pouvait-on soutenir qu'il convenait de tenir compte de la diminution qui s'est produite dans la puissance d'achat de l'or, diminution que l'on déduit généralement de l'indice des prix de gros aux Etats-Unis. Mais, en tous cas, celle-ci paraissait en Belgique compensée par la rapidité et la facilité de la circulation, qu'une organisation plus parfaite du marché financier a, depuis la guerre, créées dans le pays.

« En résumé, pour avoir, par tête d'habitant une circulation comparable en or, à celle d'avant-guerre, c'était également le taux de 175 francs à la livre-or qui s'indiquait ».

On ne dénierait pas assurément un certain intérêt à ces constatations ; mais cet intérêt ne semble que de second degré, car le volume de la circulation dépend de beaucoup de facteurs, dont précisément, le développement des moyens de compensations (2) et la vitesse de la circulation ; surtout il est bien moins fonction du change que du niveau des prix intérieurs (3). Des Eco-

(1) Ces chiffres portent sur l'Union économique belgo-luxembourgeoise.

(2) Aux chiffres que nous avons déjà donnés à ce sujet, ajoutons les suivants : en 1925, il y avait 28 chambres qui ont compensé 3.875.611 pièces, alors que les capitaux compensés se sont élevés à 251.385 millions ; en 1926, 30 chambres ont compensé 4.092.850 pièces, pour un montant de capitaux de 344.115 millions.

(3) Dans la discussion, à la Chambre des Représentants, du rapport sur les « pleins pouvoirs », M. Sap a vigoureusement mis en relief la faiblesse de ce troisième argument dans les termes suivants :

« M. Franck conclut que, pour avoir par tête d'habitant une circulation comparable en or à celle d'avant-guerre, le taux de 175 francs à la livre s'indiquait ».

« Ce raisonnement et cette conclusion sont ni plus, ni moins effa-

nomistes allaient même jusqu'à estimer que la circulation des billets était insuffisante eu égard au taux de 175 francs pour une livre et que, fatalement, elle s'aug-

« rants et prouvent le caractère fort peu sérieux de l'étude que l'honorable M. Franck a faite de la situation ».

« Mais pourquoi donc la circulation fiduciaire de la Belgique devrait-elle être identique à celle qui existait avant la guerre ? M. Franck ignore-t-il que la circulation fiduciaire de tous les pays avant la guerre et depuis la guerre s'est développée d'une façon consistante et d'après une progression pour ainsi dire mathématique ».

« Voici les chiffres pour cinq pays voisins, qui avant la guerre, vivaient sous le régime du billet convertible :

|        | FRANCE<br>millions<br>de francs | BELGIQUE<br>millions<br>de francs | HOLLANDE<br>millions<br>de florins | ALLEMAGNE<br>millions<br>de marks | SUISSE<br>millions<br>de francs |
|--------|---------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|
| 1880.. | 2.305                           | 313                               | 194                                | 735                               | 273                             |
| 1890.. | 3.060                           | 333                               | 203                                | 983                               | 152                             |
| 1900.. | 4.034                           | 576                               | 222                                | 1.138                             | 216                             |
| 1910.. | 5.197                           | 826                               | 278                                | 1.605                             | 354                             |
| 1913.. | 5.665                           | 1.004                             | 313                                | 1.958                             | 273                             |

« Cette progression simultanée dans ces différents pays n'est-elle pas réellement impressionnante ? Et la conclusion qu'il faut en tirer n'est-elle pas que la circulation, en 1927, doit être partout notablement plus élevée qu'en 1913 ».

« A la fin du mois de janvier 1927, la Hollande avait une circulation fiduciaire de 795 millions de florins contre 313 en 1913. La circulation fiduciaire de la Suisse était au même moment de 732 millions de francs suisses contre 273 en 1913. Enfin, celle de l'Allemagne, qui était à la fin de 1924 de 1.941.000.000 de marks, était au début de 1926 de 2.354 millions, et à la fin de janvier 1927 de 2.976 millions contre 1.958 millions en 1913 ».

« Même l'Allemagne après sa restauration financière a donc suivi la loi de la progression, et sa circulation au début de 1927 dépasse de 50 % celle de 1913 ».

« L'honorable M. Franck, pour les besoins de la cause, pour trouver un élément de justification du taux de 175, a commis une grave erreur en prenant comme un de ces éléments techniques du problème une circulation par tête d'habitant identique à celle qui existait avant la guerre ».

« La guerre n'a pas arrêté et ne pouvait pas arrêter ce mouvement de progression qui a toujours existé. La guerre, au contraire, l'a accéléré. Et si, en Belgique, le mouvement n'a pas été plus rapide, c'est parce que les prix, sur le marché national, ont été inférieurs aux prix du marché mondial ».

Pour la loi d'accroissement de la circulation avant-guerre, voir également notre Introduction.

M. Robert Wolf, dans sa « Note sur le système monétaire français », a formulé des notions intéressantes sur cette question. « A une situation économique déterminée, caractérisée par un certain degré d'activité de la production et des échanges, par un certain niveau des prix et des salaires, par les habitudes actuelles des diverses couches de la population concernant les dépôts en banque et l'emploi des chèques, correspondent des besoins incompressibles de billets de banque ». Cela caractérise exactement la variabilité dans le temps mise en lumière par M. Sap.

menterait. L'événement leur a amplement donné raison. Et, aujourd'hui même, elle n'est, sans doute, pas encore à son niveau définitif.

Et ceci nous conduit au seuil de la seconde question qui s'impose : quelle relation existe-t-il entre la réforme et le *Pouvoir d'achat intérieur du franc belge*?

En octobre 1926, les caractéristiques monétaires étaient les suivantes :

|                                              |     |
|----------------------------------------------|-----|
| Index du change par rapport au dollar.....   | 694 |
| Index des prix de gros.....                  | 856 |
| Index des prix de détail.....                | 705 |
| Index des prix de gros aux Etats-Unis.....   | 154 |
| Index-or des prix de gros en Belgique.....   | 123 |
| Index-or des prix de détail en Belgique..... | 101 |

Il y avait donc un décalage de 151 points entre les prix de gros et les prix de détail. Le rapprochement qui s'était produit à la fin de 1924 et au début de 1925 entre les prix de gros et de détail n'avait pas résisté, dès le mois de mars 1926, à la poussée du change qui avait suivi l'échec de la première tentative de stabilisation : les prix de gros s'étaient de nouveau vus entraînés par le change, alors que les prix de détail n'avaient relativement progressé qu'au ralenti.

Mais les nouveaux réformateurs monétaires attachaient à ces index de prix une valeur de comparaison intéressante, mais non décisive. Ils entendaient s'enquérir, en outre, du degré de hausse subi par les rémunérations des « Services » pour se rendre compte si le taux de 175 francs pour une livre pourrait être supporté par ces forces sociales. Des nombreux documents qu'ils réunirent sur les salaires, il résultait :

1° que les coefficients d'augmentation étaient variables d'après les métiers ;

2° qu'ils allaient de 5 à 7 moyenne ;

3° que les ouvriers les moins bien traités avant



guerre, les manœuvres, bénéficiaient, en général, des plus fortes moyennes ;

4° qu'il s'était produit, depuis assez longtemps, un tassement et une stabilité bien marqués, sur lesquels les brusques variations du change n'avaient pas eu d'action.

D'où cette première conclusion « qu'une stabilisation « sur la base envisagée ne nuirait pas aux masses ouvrières et ne justifierait ni une augmentation ni une « réduction brusque des salaires ».

Des coups de sonde furent également donnés dans les frais généraux des entreprises et plus généralement, dans les traitements des professions libérales. Conformément aux expériences acquises en pareille matière, ces derniers étaient moins bien partagés, l'accroissement des ressources n'oscillait qu'autour du multiplicateur 5 et, plus les traitements étaient élevés, moins la comparaison était favorable.

Toutes ces considérations conduisaient à la conclusion finale que « la puissance d'achat du franc sur le marché « intérieur pouvait probablement être estimée au coefficient 5 ».

A notre tour, ce qu'il nous faut retenir, à nouveau, de l'ensemble du programme ainsi éclairé, c'est que, si la nouvelle stabilisation établissait le pouvoir extérieur du franc belge sur la base du multiplicateur 7 par rapport à l'avant-guerre, elle cherchait en même temps à souligner, surtout à l'aide du belga, mais un peu tendancieusement, que son pouvoir intérieur n'en était encore qu'au multiplicateur 5. Le vœu était de l'y maintenir, en dépit des forces économiques.

Plus généralement parlant, en effet, cette constatation signifie que, de par la volonté des réformateurs, c'est l'aspect économique du problème qui a pesé sur les décisions du Gouvernement. La Belgique n'a pas de richesses naturelles et vit essentiellement de son travail. C'est pourquoi, le Gouvernement a moins songé au passé qu'à l'avenir. En sacrifiant dans une certaine mesure les

classes bourgeoises et moyennes ainsi que les professions libérales, la réforme monétaire a été conduite de manière à chercher à sauvegarder l'intérêt et l'avenir des grandes entreprises industrielles, commerciales et bancaires.

La marge qu'elle a ménagée entre les pouvoirs d'achat intérieur et extérieur du franc belge et qui aurait pu être moindre, vu la reprise du franc français, avait précisément pour objet de permettre le nivellement de ces entreprises, et à travers elles, de l'économie générale, au taux de stabilisation avec une progressivité telle que la crise d'adaptation fût sinon évitée, du moins extrêmement atténuée.

Tout le passé monétaire depuis la fin de la guerre enseignait, on s'en souvient, que les prix de gros étaient essentiellement tributaires du change et, cas particulier, l'expérience Janssen avait démontré que la stabilisation du second avait déterminé la stabilisation des premiers, lesquels n'avaient alors plus varié qu'en étroit parallélisme avec les index-or des autres pays : Etats-Unis, Grande-Bretagne, Allemagne, Pays-Bas. Il était donc à présumer, professait-on, que la même cause produirait les mêmes effets, c'est-à-dire que la stabilisation Franc-qui allait rétablir le même nivellement et la même solidarité. La hausse des prix de gros belges n'était donc à prévoir que dans la mesure où ce qu'on est convenu d'appeler « les prix-or mondiaux » monteraient eux-mêmes.

D'autre part, en se référant encore, pour le cas des prix de détail, à la tentative de stabilisation de M. Janssen, au terme de laquelle le décalage, par rapport aux prix de gros, n'était plus que de 6 %, on était fondé à penser que les prix de détail s'élèveraient progressivement sur cinq ou six mois, par exemple, pour atteindre un niveau moyen de 810. Or, le danger le plus grave en matière de réforme monétaire est la brusquerie et l'ampleur de la hausse ou de la baisse. Quand, au contraire, le mouvement s'espace sur un temps assez long, et reste

dans les limites qui viennent d'être indiquées, les intérêts ont le temps de s'adapter (1).

Telles sont, en substance, nous semble-t-il, les premières considérations que suggère le plaidoyer « pro-domo » de M. Franck.

Les chapitres suivants tendront à les mettre davantage encore en valeur, en leur donnant les développements et les prolongements qu'ils comportent dans des directions diverses.

---

(1) Analyse d'une note établie fin novembre 1926 par M. G. Hennecart, Directeur général du commerce extérieur au Ministère des Affaires étrangères à Bruxelles.

## CHAPITRE VI

### UN AN DE STABILISATION MONÉTAIRE EXTÉRIEURE

A l'époque où nous écrivons ces lignes, en cette fin d'Octobre 1927, la stabilisation monétaire belge, sous sa forme extérieure, est vieille d'un an. Dans le monde, ce premier anniversaire est passé inaperçu. C'est que « l'expérience Francqui », — le coup du père Francqui, comme l'a appelé la *zwance* bruxelloise, généralisant ce qu'elle avait dit dès la consolidation de la dette flottante, — a, jusqu'ici réussi. N'ayant donc connu à ce jour qu'une fortune heureuse, elle n'a pas d'histoire. Dès le 26 Octobre 1926, M. Francqui prévoyait ce sort : « Dans « six mois, déclarait-il, on ne parlera plus de cela. On « dira la stabilisation de Francqui, mais c'était un jeu « d'enfant, et, le plus drôle, c'est que c'est vrai »(1). Si, à ces douze premiers mois, s'en ajoutent douze autres semblables, l'opinion mondiale, rompant un instant son silence sur la stabilisation belge, déclarera, sans doute, lors de ce second anniversaire, son succès définitif. Il ne faut, cependant, pas s'illusionner ; cette seconde étape sera plus dure que la première. D'ores et déjà, des signes précurseurs donnent à réfléchir (2).

---

(1) De son côté, le *Moniteur des Intérêts Matériels* du 25 octobre 1927 écrit : « L'apaisement au sujet du problème monétaire se fait « déjà dans les esprits et l'opinion publique trop longtemps alertée, « non sans raison, s'en désintéresse à nouveau. Et il doit en être « ainsi ; dans un pays économiquement sain, la question monétaire « doit être ignorée du public ».

(2) Les charbonnages belges traversent en particulier une crise sérieuse, les stocks sur le carreau des mines sont passés de 350.000 tonnes en Janvier 1927 à 1.686.000 en Octobre de la même année. On s'achemine vers un stock de 2.000.000 de tonnes qui représente la production d'un mois. En même temps, circonstance paradoxale, la



Pour ne pas s'être perpétuée sur la scène extérieure,

Pour ne pas s'être perpétuée sur la scène extérieure nué à se dérouler sur la scène intérieure. C'est là, en effet, que se concentre désormais toute l'action d'où dépendra le dénouement. Nous allons donc essayer de suivre celle-ci dans les événements comme dans les enseignements.

Le lundi 25 Octobre 1926, M. Franck avait pris la parole à la Bourse devant un immense auditoire d'hommes d'affaires, pour exposer l'économie de la réforme. Elle y fût acclamée; ces applaudissements eurent un plein écho dans le pays, et, dans ce concert, les organes socialistes se signalèrent tout particulièrement par leur enthousiasme. Seuls, quelques publicistes, considérant la hausse continue du franc français, exprimaient, au nom des épargnants, quelques regrets. Ils eussent souhaité que l'on attendît la fin de « l'expérience Poincaré ». « Si « l'on avait laissé aller notre franc, si on n'avait pas « pesé constamment sur son cours, comme on l'a fait « depuis des semaines en achetant des devises étrangères, écrivait *La Libre Belgique*, où en serait notre « monnaie? Il est permis de croire que l'expropriation « des six septièmes qui s'annonce se fût réduite à notablement moins ». Singulier retour des choses : ce décollage des francs français et belge, qui était, fin 1925, un sujet de joie pour l'*Indépendance Belge*, devient, fin 1926, pour la *Libre Belgique*, une source d'amertume.



*La cause des épargnants!* C'était, en effet, eux que la stabilisation belge avait sacrifiés. Le *taux d'une stabilisation monétaire*, — nœud de toute l'opération et centre

---

production et les effectifs ouvriers ont augmenté, passant l'un de 2.233.730 tonnes par mois en Mai 1927 à 2.315.510 en Octobre 1927. Les autres de 174.096 en Mai 1927 à 175.027 en Octobre 1927.

En même temps les banques se montrent peu disposées à consentir de nouvelles avances aux Entreprises charbonnières.

auprès duquel le reste n'est qu'accessoire et technicité, — se présente, en fait, comme un compromis entre des intérêts divers sinon divergents. En dehors de toute passion politique, il faut particulièrement tenir compte de la situation budgétaire, ménager la rentrée des impôts, lesquels sont fonction de l'état d'endettement du pays, prendre en considération la situation industrielle et l'activité économique présentes et probables, eu égard, notamment, aux prix de revient (salaires, coût des matières premières, particulièrement de celles achetées à l'étranger, etc.), ainsi qu'aux facilités du commerce extérieur, et faire aussi justice que possible à toutes les classes sociales en cause. En confrontant les multiples aspects de ce problème complexe, l'on ne tarde pas à se convaincre qu'en pratique il se confond, presque complètement, avec celui que soulève le sort des prix intérieurs. Une stabilisation monétaire consiste à stabiliser au moins autant les prix que le change. Il s'agit donc de rechercher le niveau du change qui correspond au niveau optimum des prix intérieurs, — que le premier soit, par rapport à l'avant-guerre, supérieur ou égal au second, — et, en définitive, par la fixation la plus appropriée de la valeur extérieure de la devise de diriger ou de maintenir sa valeur intérieure sur la courbe asymptote aux prix mondiaux la plus adéquate aux contingences économiques nationales. Or, la plus grande prospérité de l'organisation capitaliste ne peut être atteinte qu'avec le maximum de richesses privées : un certain développement économique exige un certain état de richesse privée et un certain roulement des capitaux, au moins autant qu'une formation continue de l'épargne. Tout lecteur attentif du *Bulletin Quotidien* de la Société d'Etudes et d'Informations Economiques y aura recueilli cet enseignement de l'expérience allemande et en aura retenu cette formule (1) : « Il est une considération financière « que l'on perd le plus souvent de vue et qui domine

---

(1) Numéro du 10 Septembre 1926.

venus s'investir. En attendant, — et ceci nous ramène à notre point de départ, — la stabilisation de M. Franc-  
« pourtant toute la question des ajustements économi-  
« ques. C'est que le cours de stabilisation le plus favo-  
« rable est celui qui valorisera au plus haut l'ensemble  
« des richesses privées. C'est la recherche de ce maxi-  
« mum de richesses qui devrait être, semble-t-il, le point  
« de vue de l'Etat dans la question de la stabilisation  
« monétaire. » Cette seconde formule est également à  
conserver (2) : « Le problème de la reconstitution du  
« fonds de roulement d'un pays plus ou moins amenuisé  
« par l'inflation se résume en un dilemme. Si l'on sta-  
« bilise au-dessus du niveau des prix, il faut que des  
« secours extérieurs donnent à l'économie nationale un  
« pouvoir d'achat qui lui permette de supporter sans  
« accident la hausse inévitable. Ou bien alors, il faut  
« revenir, avant de stabiliser, à un cours des changes  
« voisin du niveau des prix, ce qui supprime ou réduit  
« les chances de hausse, de telle sorte que les prêts étran-  
« gers pour utiles, voire nécessaires, qu'ils demeurent  
« ne sont cependant que complémentaires. » A l'écono-  
mie belge qui se trouvait dans le premier cas, ces secours  
extérieurs vinrent, pour partie, des emprunts améri-  
cains que nous avons vus, mais, surtout, de cet afflux  
considérable de capitaux que le fait de la stabilisation  
amena en Belgique, soit par rapatriement, étant donnée  
leur certitude d'échapper désormais aux fluctuations du  
change, soit, dans une proportion infiniment plus impor-  
tante, par spéculation internationale, assurés également  
qu'étaient les étrangers de trouver en Belgique des  
richesses ayant encore 20 à 30 % à gagner sur le mar-  
ché intérieur et, pour les capitaux mobiliers et immo-  
biliers, quelquefois bien davantage. A l'épargne belge,  
ensuite, de se reconstituer suffisamment pour atténuer  
les difficultés, lors du reflux inévitable de ces capitaux,  
aux jours de la liquidation des opérations où ils sont

---

(2) Numéro du 12 Janvier 1927.

qui avait « revalorisé » au minimum les titres à revenu fixe et l'on comprend que le reproche capital adressé à cette opération, c'est son caractère d'injustice à l'égard des rentiers de l'Etat. C'est pourquoi, quelques jours après les arrêtés de stabilisation, une certaine campagne de protestation contre le sort réservé aux porteurs de rentes trouva ses échos dans la presse. Dès le 14 novembre 1926 la *Libre Belgique* faisait ressortir que la stabilisation représentait « un formidable impôt sur le capital dont le taux, dépassant de loin les 10 % des projets socialistes, n'était pas inférieur à 81 %. » Et d'un tableau consécutif, il résultait que, des 9 milliards de belga-or investis dans les fonds d'Etat, la stabilisation ne laissait subsister que 1,6 milliard. Sur le même thème, *Le Soir* concluait un article par ces mots : « Il est plus que temps que la période des opérations chirurgicales étant close, on en revienne à une thérapeutique moins radicale, sinon on ne retrouvera plus le patient. » Et dans le Grand-Duché de Luxembourg, — que son Union économique avec la Belgique rend solidaire de la réforme monétaire belge et qui, auparavant, par un arrêté du 27 août 1926 garantissant les contrats à terme exécutoires dans le Luxembourg contre les fluctuations du change, avait déjà montré son souci de la défense des capitaux et des valeurs de crédit, — M. Dupong, directeur général des Finances, à l'occasion du budget de 1927, écrivait : « Déjà la grande question de la revalorisation des emprunts publics commence à poindre à l'horizon », et déclarait qu'il importait d'en prévoir la charge.

A ces réclamations, M. Francqui et M. Jaspar opposèrent une fin de non-recevoir absolue et « incisive », suivant l'expression du *Moniteur des Intérêts matériels* (1). Mais, aux yeux de l'historien, deux constata-

---

(1) Dans sa communication à l'Académie des Sciences morales et politiques, M. Frank fait ressortir que, pour une personne qui aurait possédé 100.000 francs en rentes sur l'Etat, la différence entre le taux de 150 et le taux de 175 était de 2.400 francs-or.



tions atténueront cette rigueur. C'est, d'abord, qu'en Belgique il y a vraiment peu de petits rentiers et que ce sont les institutions charitables, les collectivités universitaires et autres qui ont été les principales victimes du choix du taux de 175 francs la livre sterling. Or, les compensations des premiers sont limitées, tandis que les secondes peuvent toujours espérer en trouver dans des bienfaisances nouvelles. Et c'est, ensuite, que le jeu des lois naturelles, le retour de la confiance dans le crédit public, a suppléé en partie à l'intervention du législateur en revalorisant le cours des rentes : le 6 % consolidé de 1921, par exemple, était tombé, au 21 Mai 1926, à 55 francs, à l'annonce de la stabilisation, il était remonté le 21 Octobre à 62 francs ; fin Janvier 1927, il était à 92 francs, cours aux environs duquel il s'est maintenu depuis lors, les cours des autres titres d'Etat ayant, bien entendu, suivi une hausse similaire (1).

\*  
\*\*

Au cours de ce même mois de Novembre 1926, où s'était manifesté cette réaction en faveur des rentiers, le 16, M. Francqui se retira de la scène politique. Pour rentrer dans le rang, il invoquait des raisons de santé. Le baron Houtart assumait seul la charge des finances publiques. Contrairement à certaines prévisions pessimistes, son départ n'ébranla ni la situation du Cabinet, ni l'opération de stabilisation elle-même. Un siège de Régent lui était réservé à la Banque Nationale et, de ce piédestal, il ne devait pas se désintéresser de son œuvre. Pour fortifier la confiance, sa lettre de démission fut, en outre, publiée. De ce document, connu sous le nom de « *Testament politique* », nous avons déjà donné un

---

(1) C'est cette augmentation constante du cours des rentes qui nécessita l'arrêté du 4 décembre 1926, stipulant que les arriérés dus aux pensionnés cesseraient d'être payés en titres d'Etat et le seront désormais en numéraire.

extrait. Pour le résumer ici d'une manière plus complète, nous opposerons, dans un dyptique sommaire, le tableau des situations financières de la Belgique aux 22 Mai et 15 Novembre 1926.

Au 22 Mai :

1° Avoir du Trésor à la Banque Nationale: *zéro*.

2° Découvert de l'Etat sur le crédit d'inflation: 634 millions de francs;

3° Autres dettes de l'Etat à la Banque Nationale: 5.680 millions de francs;

4° Bons du Trésor intérieurs en circulation et remboursables avant le 31 Décembre : 4.466 millions;

5° Bons de caisse dits « monétaires » en circulation et remboursable avant le 31 Décembre : 1.879 millions;

6° Bons du Trésor extérieurs, en circulation et remboursables avant le 31 Décembre : 55 millions de dollars, soit deux milliards de francs environ;

7° Mouvement ascensionnel ayant amené la livre en quelques mois de 107 à 171 et devant la porter quelques jours plus tard à 237 francs;

8° Cotation à la Bourse de l'emprunt de Consolidation: 55 francs.

Au 15 novembre:

1° Les Bons du Trésor intérieurs en circulation remboursables avant le 31 Décembre ne s'élèvent qu'à la somme de 128 millions de francs. Et le Fonds d'amortissement qui doit disposer durant les années 1927, 1928, 1929 et 1930 d'une somme non inférieure à 5.250 millions aura à pourvoir au remboursement de 1.400 millions de Bons spéciaux venant successivement à échéance pendant cette période;

2° Bons de caisse dits « monétaires » en circulation: *zéro*;

3° Le total des Bons du Trésor extérieurs non encore

échus s'élève à 25 millions de dollars. Mais l'Etat possède, à ce jour, à la Banque plus que le montant des devises nécessaires pour faire face à ces remboursements ;

4° Remboursement intégral de toutes les avances consenties par les banques étrangères à la Banque Nationale (1).

Ces progrès représentent le résultat des mesures et réformes préparatoires : impôts nouveaux, fonds d'amortissement, industrialisation des chemins de fer, conversion de la dette flottante intérieure. Quant à la stabilisation elle-même, M. Francqui en expose comme suit la répercussion sur la situation financière :

1° Les avoirs de l'Etat à la Banque Nationale en devises ou en francs s'élèvent à plus de 1.450 millions de francs, sans parler d'une réserve d'argent métallique de près de 190 millions de francs acquise pour la frappe des monnaies divisionnaires ;

2° Le découvert de l'Etat sur le crédit d'inflation a été ramené à zéro ;

3° Les autres dettes de l'Etat vis-à-vis de la Banque ont été ramenées à 2 milliards de francs ;

4° Le cours du franc est stable à 175 francs pour une livre-or ;

---

(1) La mauvaise interprétation donnée à un passage du testament de M. Francqui a répandu l'opinion que M. Janssen avait donné comme garantie aux crédits étrangers qu'il avait obtenus l'or de la Banque Nationale. Le fait est inexact. L'article 9 du contrat relatif aux crédits provisoires était en effet libellé comme suit :

« La Banque aura complète liberté de régler de la manière qu'elle jugera la meilleure, à son entière discrétion, le remboursement de toutes les avances faites par les prêteurs, en vertu de cet accord et le Gouvernement s'engage à laisser à la Banque le droit absolu d'exporter de l'or si la Banque l'estimait nécessaire, afin d'exécuter ledit remboursement et cela nonobstant toute loi ou décret prohibant l'exportation de l'or de Belgique qu'elle soit en force maintenant ou le devienne dans la suite ».

Il résulte de ce texte que l'or n'était nullement mis en gage et que la Banque Nationale répondait des prêts sur tout son avoir : immeubles, portefeuille, encaisse métallique, comme vis-à-vis d'une créance ordinaire. Les créanciers étrangers n'étaient donc pas privilégiés et l'or de la Banque Nationale pouvait notamment être aliéné sans leur consentement.

5° Le cours en Bourse de l'emprunt de consolidation est passé de 55 à 73 francs.

Cette « liquidation du passé » une fois exposée, M. Francqui tient loyalement à mettre le pays en garde contre de dangereuses illusions. « L'effet des mesures « que nous avons prises ne se consolidera et ne deviendra définitif qu'après une longue période de temps « dont la durée sera en raison inverse de la rigueur que « nous apporterons à leur exécution. »

Et dans la seconde partie de sa lettre, M. Francqui s'attache à fixer les grandes lignes de cette politique de demain.

La Banque Nationale devra s'imposer comme objectif de maintenir la monnaie à la parité de l'or, et cela, par tous les moyens : lutte énergique contre l'inflation ; limitation des crédits ; surtout refus absolu de répondre à des demandes d'avance de l'Etat. Le passage suivant est, dans le texte original, souligné de la main de M. Francqui :

*« Ici j'insiste sur la nécessité de faire naître dans  
« tous les milieux la conviction inébranlable qu'une bar-  
« rière insurmontable sépare le crédit de la Banque  
« d'émission du crédit de l'Etat et qu'il a été définiti-  
« vement et irrévocablement mis fin à toute inflation  
« destinée à suppléer à l'insuffisance des ressources  
« budgétaires. »*

La politique budgétaire et de Trésorerie devra faciliter à la Banque sa mission ; ses principes seront : l'équilibre sincère et total du budget, les économies, la réduction des impôts entravant la production et notamment le réajustement de la supertaxe.

Quant au sort réservé aux rentiers, M. Francqui se montre peu explicite et se borne à prévoir le relèvement des cours par des rachats en Bourse.

Enfin, M. Francqui s'étend sur la politique économique dont le programme devra surtout porter sur une plus



ample mise en valeur des richesses et de l'outillage nationaux.

\*  
\*\*

L'année que nous parcourons présentement contient le *Budget de 1927* et le *projet de Budget de 1928*. Après les actes accomplis, après les résultats déjà acquis et, en somme, déjà ancrés, l'heure n'est plus aux détails. C'est pourquoi nous nous bornons à des exposés suc-  
Le budget de 1927 se présentait comme suit :

|                             | RÉCETTES             | DÉPENSES | SOLDE   |
|-----------------------------|----------------------|----------|---------|
|                             | —                    | —        | —       |
|                             | (millions de francs) |          |         |
| Budget ordinaire.....       | 7.902                | 6.341    | + 1.561 |
|                             | (1)                  |          |         |
| Budget extraordinaire ..... | 1.024                | 771      | + 253   |
| Régies .....                | 650                  | 801      | — 151   |
| Totaux.....                 | 9.576                | 7.913    | + 1.663 |

Sur ce boni de 1.663 millions, la somme de 1 milliard et demi devait être distraite au profit du Fonds d'amortissement. L'excédent des recettes ne s'élevait donc qu'à 63 millions.

La caractéristique de ce budget était de « tout sacrifier à la liquidation des tranches encore dangereuses de la dette publique ». Le montant de cette dette est de 56 milliards et demi en chiffres ronds, ce qui correspond à près de 8 milliards de francs-or (2), soit à moins du double du capital de la dette en 1914. Mais l'annuité nécessaire au service de cette dette est évidemment pro-

(1) Ce chiffre comprend un paiement en titres aux sinistrés pour 440 millions et les rentrées du plan Dawes pour 670 millions.

(2) Elle se décomposait ainsi au 31 août 1927 :

|                      |                                                |        |          |
|----------------------|------------------------------------------------|--------|----------|
| Dette consolidée     | { intérieure : 22.341<br>extérieure : 28.593 } | 50.934 | } 56.663 |
| Dette non consolidée | { intérieure : 5.567<br>extérieure : 162 }     | 5.729  |          |

portionnellement plus lourde, deux fois et demie environ, car le loyer de l'argent est plus élevé.

La rentrée des impôts est évaluée à 6.762 millions, que l'exposé des motifs décompose ainsi :

|                                                                      | (millions de francs) |        | Augmentation<br>par rapport<br>à 1913 |
|----------------------------------------------------------------------|----------------------|--------|---------------------------------------|
| Contributions directes .....                                         | 2.286                | 33,80  | 30,48%                                |
| Taxe de consommation :                                               |                      |        |                                       |
| Droits de douane.....                                                | 816                  | 12,07  | 11,33%                                |
| Droits d'accise.....                                                 | 760                  | 11,25  | 6,44%                                 |
| Droits d'enregistrement, timbres, succession, hypothèques, etc ..... | 2.900                | 42,88  | 33,72%                                |
|                                                                      | 6.762                | 100,00 | 19,26%                                |

Si le budget de 1926 avait été établi sur la base de l'index de 503, celui de 1927 s'était nivelé à l'index 750. Dans ces conditions, dira le rapport sur les pleins pouvoirs, on peut affirmer que l'ensemble des dépenses administratives de l'Etat est en diminution réelle de 463 millions, soit 17 %.

Dès le vote, fin décembre 1926, des Voies et Moyens, la Trésorerie avait recouvré une large aisance, car, outre les 25 millions de dollars nécessaires au remboursement du solde de la dette flottante extérieure, en fin Février 1927, comme déjà noté, elle possédait les devises nécessaires à payer les charges d'intérêt et d'amortissement de la dette consolidée extérieure pendant le premier trimestre 1927, qui devait être le plus lourd. Le Fonds d'amortissement avait à la Banque Nationale un disponible de 175 millions.

La balance générale de l'exercice 1926 se soldait par un excédent de recettes fiscales de 553 millions et, en tenant compte du paiement des indemnités aux sinistrés en titres consolidés de dommages de guerre, l'excédent atteignait 995 millions, dont 828 avaient été versés, selon la loi, au Fonds d'amortissement.

Bien qu'établi en équilibre, le budget de 1927 n'a cessé d'être en complète évolution au cours de l'exercice. Il a subi les contrecoups de l'ascension des prix et les dépenses supplémentaires ont été de l'ordre de 10 % du budget primitif ; mais les dépenses supplémentaires sont pu heureusement être couvertes par des augmentations parallèles de recettes.

Le budget de 1928 est certainement une des pièces importantes et délicates de l'assemblage d'adaptation que façonne la stabilité monétaire. Il s'agit, en effet, d'établir ce budget en équilibre sans compromettre l'économie nationale par des charges nouvelles, alors qu'il est le premier à enregistrer et à subir toutes les conséquences économiques et financières de la stabilisation légale du franc, réalisée à un taux très bas.

Le projet de budget pour 1928 se présente, en résumé, comme suit :

|                             | RECETTES             | DÉPENSES  | SOLDE |
|-----------------------------|----------------------|-----------|-------|
|                             | (millions de francs) |           |       |
|                             | —                    | —         | —     |
| Budget ordinaire .....      | 8.798                | 8.731 (1) | + 67  |
| Budget extraordinaire ..... | 1.084 (2)            | 938       | + 146 |
| Régies .....                | 679                  | 811 (3)   | — 132 |
|                             | 10.561               | 10.480    | + 81  |

La rentrée des impôts est évaluée à 8.638 millions et quelques légers dégrèvements ont été proposés, notamment sur la taxe professionnelle. Mais, si l'activité industrielle et commerciale ne se ralentit pas, on escompte des plus-values assez importantes. Alors qu'en 1927, plus de 50 % du budget général était absorbé par la dette

(1) Comprenant : Péréquation des traitements des fonctionnaires : 225. Caisse d'amortissement : 1.200.

(2) Comprenant : Plan Dawes : 667 ; Paiement en titres aux sinistrés : 400. L'annuité totale effectivement reçue par la Belgique du 1<sup>er</sup> septembre 1926 au 1<sup>er</sup> septembre 1927 au titre du plan Dawes a été de 68.644.000 marks-or, dont 12.366.000 en espèces et 56.278.000 en nature.

(3) Comprenant : 45 millions pour le personnel des Régies.

publique, la proportion, pour 1928 n'est plus que de 46 %.

Le budget de 1928 présente trois caractéristiques :

1° Subissant les conséquences de la stabilisation, tous les crédits ont dû être majorés pour tenir compte de la puissance d'achat réelle du franc ;

2° Pour achever l'œuvre de redressement économique du pays, on amorce la politique de travaux publics, destinée à accroître l'outillage et la productivité du pays, que nous avons déjà signalée ;

3° Pour faire face à toutes ces dépenses, la dotation de la Caisse d'amortissement est réduite à 300 millions.

\*

\*\*

*Le Belga*, imaginé par la réforme monétaire, s'était d'abord modestement présenté surtout comme une monnaie de change et de compte, c'est-à-dire propre à servir dans les relations avec l'étranger. Beaucoup de bons esprits pensaient, cependant, que cet état virtuel n'était que préparatoire à une destinée plus précise et que la nouvelle unité monétaire ne tarderait pas à prendre corps en recevant cours légal en Belgique. Cette prévision ne tarda pas à se réaliser. Dès la mi-janvier 1927, la Banque Nationale, avec l'approbation du Gouvernement, émit des billets de banque libellés en belgas, de 10, 20, 100, 200 belgas (1), la contre-valeur en francs étant indiquée en même temps, de sorte que le public put se familiariser facilement avec la nouvelle venue. Saluons ici, au passage, son apparition réelle, à laquelle le pays, aujourd'hui encore, ne s'est, cependant, pas beaucoup habitué.

\*

\*\*

La hausse des prix intérieurs, sur laquelle nous revien-

---

(1) La Banque Nationale étudie le modèle d'un billet de 1.000 belgas.



drons ultérieurement, nécessita, dès le début de 1927, *des Ajustements de salaires et de traitements*.

Il n'y eut pas de chômeurs. Il n'y eut pas de crise de salaires; mais des augmentations durent être consenties conformément aux échelles mobiles antérieurement établies.

Quant aux traitements des fonctionnaires, dont la partie fixe n'était guère qu'au coefficient 3 par rapport à l'avant-guerre, et aurait dû être immédiatement calculée au coefficient 5 si le Gouvernement avait décrété le belga monnaie légale, M. Jaspar, dans l'exposé qu'une interpellation conduisit à faire à la Chambre fin janvier 1927, reconnaissait qu'« il convenait de les réévaluer « à l'aide de la nouvelle unité monétaire, afin de les « maintenir dans les limites réelles tracées naguère par « les législateurs ». Question, cependant, embarrassante, car il s'agissait de concilier l'équilibre budgétaire et l'aisance de la Trésorerie avec les réclamations pressantes des intéressés. Le régime qui avait introduit, dans le traitement des fonctionnaires, une partie mobile, était accablant pour le budget et n'avait même pas donné satisfaction aux intéressés, car, déjà en Août 1926, un second supplément mobile, dit « indemnité de pain » avait dû être créé. D'autre part, les tranches mobiles étant calculées suivant un principe de dégression, il était arrivé que les petits fonctionnaires avaient suivi ou même dépassé la hausse du coût de la vie, tandis que les fonctionnaires supérieurs ou moyens étaient en retard d'environ moitié sur elle. Les petits fonctionnaires eux-mêmes, cependant, réclamaient une nouvelle péréquation avec réajustement des traitements de base adoptés en 1924. Le Gouvernement s'y refusa. Il remettait la péréquation à 1928, lorsque la montée des prix serait arrêtée, mais il dut consentir à des augmentations provisoires. Un arrêté royal du 28 février 1927 fixa de nouvelles augmentations pour le personnel de l'Etat et une loi étendit ces dispositions aux magistrats, instituteurs et membres du clergé.

La Société Nationale des Chemins de Fer dut également suivre le même mouvement, mais elle adopta un système différent.

En admettant que le coût de la vie n'augmentât pas, c'était là une charge supplémentaire d'environ 90 millions pour l'Etat et autant pour les Chemins de Fer.

De leur côté, les pensions durent subir une révision similaire, dépense nouvelle de 105 millions dont 65 à payer par l'Etat, et le surplus par les Provinces et les Communes.

Le stade ultime de cette grave question est le suivant : par le budget de 1928, le Gouvernement accorde à son personnel des majorations de traitements, conscient d'en avoir l'obligation morale depuis le jour où il a décrété la stabilisation à un taux très bas. Cette péréquation se fera pour le petit personnel à l'indice monétaire 6,5 ou 7 par rapport aux barèmes de 1914. Mais ces majorations de traitement sont liées à la réduction des cadres qui est réalisée parallèlement. Les fonctionnaires généraux et supérieurs seront définitivement ramenés en 1928 au chiffre d'avant-guerre eu égard à la valeur de la monnaie et les cadres subalternes réduits de 25 %, sur le montant actuel.

\*  
\*\*

La loi du 16 juillet 1926, — dite des « *pleins pouvoirs* », — stipulait qu'à l'expiration du délai de six mois pour lesquels ceux-ci étaient conférés au Roi, rapport serait fait aux Chambres sur les mesures prises par le Gouvernement en vertu de cette loi. En exécution de cette disposition, un rapport fut déposé au Parlement le 2 Février 1927. Ce document se décompose en trois titres :

#### I. — Mesures Financières (1) ;

---

(1) Ce titre comprend lui-même trois rubriques :

A) La Trésorerie et la Stabilisation monétaire.

B) Mesures fiscales.

C) Réalisation des biens domaniaux et liquidation des biens sous séquestre.

II. — Restrictions ;

III. — Compression des dépenses.

En dehors d'un certain nombre de précisions que nous avons déjà utilisées dans plusieurs de nos exposés antérieurs, nous ne retiendrons de ce document que les quelques extraits justificatifs suivants, encore inédits dans notre étude.

1° Relativement à la Consolidation de la Dette Flottante: « Rappelons qu'au moment où fut suspendue, pour  
« préparer l'émission des titres nouveaux, la cotation  
« des Bons du Trésor anciens, celle-ci était officielle-  
« ment de 93 francs et qu'ils pouvaient être obtenus en  
« dehors de la cote officielle à 89 francs, ce qui corres-  
« pond, pour une action privilégiée du Chemin de Fer,  
« de valeur nominale de 500 francs, à une cotation de  
« 445 francs. Or, les actions privilégiées de la Société  
« Nationale des Chemins de Fer se sont cotées tous ces  
« jours-ci, à des taux qui, déduction faite de l'intérêt  
« inclus dans la cotation, dépassent le pair.

« Les porteurs de Bons du Trésor qui ont converti  
« leurs titres en actions privilégiées du Chemin de Fer,  
« loin d'avoir été lésés ont donc fait une opération avan-  
« tageuse. »

2° Relativement aux taux de stabilisation :

« Le cour du jour (1) était le seul qui devait permet-  
« tre d'adapter sans heurts les frais généraux à la  
« valeur de la nouvelle unité monétaire: il donnait à  
« ceux des industriels et commerçants qui avaient  
« acquis des stocks de marchandises et de matières pre-  
« mières à des cours élevés, la possibilité de les liqui-  
« der sans trop de pertes; il facilitait aux industries  
« d'exportation le passage du régime de la dépréciation  
« continue à celui de la concurrence normale qui ramène

---

(1) Nous avons antérieurement dit ce qu'il fallait penser de ce  
« cours du jour ».

« la fixité des prix ; il conjurait la crise de chômage  
« qu'entraîne toujours nécessairement une revalorisa-  
« tion rapide, laquelle arrête les exportations et consti-  
« tue une prime à l'achat des produits étrangers ; il évi-  
« tait les lourdes difficultés de réadaptation des salai-  
« res ; enfin, il écartait le péril d'un déséquilibre nou-  
« veau et profond du Budget et, par suite, la nécessité  
« de nouveaux impôts.

« Or, le total des impôts, en Belgique, atteint près de  
« 7.000.000.000 de francs, soit approximativement 195  
« millions de dollars ou 25 dollars par tête d'habitant.  
« Etait-il possible de concevoir une revalorisation dont  
« le premier effet eût été de majorer en valeur réelle,  
« la charge des impôts belges, de la porter, par exemple,  
« à 29 dollars ou à 35 dollars par tête d'habitant ? C'eût  
« été le cas si l'on avait adopté, au lieu du taux de 175  
« francs, pour une livre, un taux de stabilisation de  
« 150 francs ou de 125 francs. Pour répondre à cette  
« question, il suffit de considérer qu'aux Etats-Unis, où  
« les revenus par habitant sont quatre fois plus élevés  
« que chez nous, l'impôt par tête n'atteint que 22 dol-  
« lars.

« On ne peut objecter que la revalorisation aurait eu  
« pour effet de restreindre le montant des dépenses de  
« l'Etat, automatiquement en ce qui concerne les charges  
« de la dette extérieure, avec un certain retard en ce  
« qui concerne les dépenses intérieures ; car, si ce fait  
« est vrai, il est non moins certain que les 1.400 mil-  
« lions de francs formant la charge de la dette intérieure  
« ne seraient pas allégés, et que, d'autre part, il ne serait  
« pas possible de réduire la somme au moins équiva-  
« lente des traitements et indemnités portés au Budget.

« Au surplus, le rendement des impôts devant néces-  
« sairement diminuer, en cas de revalorisation, par  
« suite de la réduction du montant des sommes taxables,  
« il était impossible de songer à les alléger ; il eût au  
« contraire, incontestablement, fallu les augmenter. »



En citant ce même passage, le *Bulletin Quotidien* (1) apprécie ainsi ces explications :

« C'est, on le voit, à l'aide des arguments que les polémiques entre « revalorisateurs » et « stabilisateurs » ont rendu familiers, que le Gouvernement belge justifie son opération. Peut-être aurait-on pu attendre de lui un peu plus d'originalité. »

Il est certain que toutes les justifications qui ont été données en Belgique du taux de stabilisation restent faibles et dépourvues de motifs fondamentaux, de raisons profondes.

3° Relativement au concours des grandes banques d'émission :

« Ce concours avait une portée morale plus considérable encore que sa valeur matérielle. Il montrait que les principaux milieux financiers du monde étaient prêts à soutenir notre effort et à nous aider à assurer le sauvetage du franc belge.

« Outre l'or qu'elle possède, outre les devises qu'elle s'est procurée directement ou que lui a fournies l'emprunt, la Banque pouvait dès lors et grâce à ce concours, disposer de devises-or obtenues par transformation de son portefeuille d'effets mêmes nationaux. Jusqu'à présent, il n'a pas été nécessaire de recourir à cette faculté et rien ne permet de croire qu'il faudra l'utiliser à l'avenir. »

Puis, le Gouvernement passe en revue un certain nombre des mesures qui ont été prises en vertu de la loi des pleins pouvoirs.

Dans une annexe à son rapport, il donne, d'ailleurs, le texte des arrêtés pris en exécution « de la loi du 16 Juillet 1926 » et au nombre de 46 (2).

---

(1) Bulletin du 9 Février 1927.

(2) Parmi ces arrêtés, citons :

a) Celui du 8 Octobre 1926, autorisant la Banque Nationale à procéder à l'achat de monnaies d'or et d'argent ;

b) Celui du 15 Décembre 1926, fixant au 16 Décembre 1926 l'effet de l'abrogation de l'exportation et de l'importation des valeurs ;

c) Celui du 14 Janvier 1927 fixant les conditions d'émission des cinquante mille actions nouvelles de la Banque Nationale.

Enfin, sous le titre de « Compression de dépenses », il donne à savoir :

1° que « le contrôle rigoureux exercé par lui a permis de réaliser entre le 1<sup>er</sup> Juin et le 31 Décembre 1926 une économie de 25 millions de francs, en différant l'exécution des travaux non urgents et l'allocation de nombreux subsides. »

2° qu'indépendamment des réductions opérées dans le personnel des Chemins de fer, le nombre des fonctionnaires fut diminué d'un millier.

Le rapport sur les pleins pouvoirs fut discuté à la Chambre des Représentants dans ses séances des 16, 17 et 18 Février 1926. Il n'entre évidemment pas dans le cadre de cette étude d'analyser ce débat « purement académique et dont le résultat ne pouvait réserver de surprise ». Une déclaration et une catégorie d'observations nous paraissent seules mériter d'être ici tirées hors de pair.

La déclaration est celle que fit le leader socialiste, M. Jules Destrée, le 18 Février, en ces termes :

« Un mot de ces pouvoirs spéciaux. J'avoue que j'y étais hostile. Lorsqu'il a été question de déléguer au pouvoir exécutif une partie des prérogatives qui appartiennent normalement au Parlement, je m'en suis ému. J'ai eu de très vives appréhensions. Mais, après l'expérience faite, je constate que ces appréhensions n'étaient pas justifiées. Les pouvoirs qu'on a appelés « pleins » étaient en réalité des pouvoirs spéciaux assez limités, restant dans le cadre des lois et l'on peut même penser que, d'une manière générale, le pouvoir exécutif devrait avoir la plupart de ces pouvoirs. L'expérience m'a donc fait changer d'avis. J'avais craint l'abus et l'arbitraire; je suis bien forcé d'avouer que le Ministère a usé de ces pouvoirs avec discrétion et que, grâce à la garantie qui résultait de la nécessité de l'accord unanime des Ministres pour le contre-seing de la signature royale, aucun parti ne

« peut, à l'heure actuelle, se plaindre d'avoir été lésé  
« par les actes du Gouvernement. J'ajoute même, pour  
« aller jusqu'au bout de ma pensée, que, dans des  
« moments où la rapidité de décision est une chose  
« essentielle, ces pleins pouvoirs ont eu leur avantage et  
« leur utilité. »

Ne croit-on pas entendre là l'écho des paroles prononcées au cours de la précédente séance par M. Van de Vyvere, leader de tous les groupes de la droite catholique :

« C'est un acte de sagesse en même temps qu'un acte  
« de confiance dans sa propre autorité que le Parlement  
« a accompli en confiant au Gouvernement une mission  
« et des pouvoirs extraordinaires et nous avons le droit  
« d'en être fiers ? »

Déclaration mémorable que celle de M. Destrée, dont la loyauté fait autant honneur à l'homme que la teneur à son parti. Après celle qu'ils ont donnée pendant la guerre, en étant les derniers socialistes d'Europe à se rencontrer avec les « camarades allemands », voilà une nouvelle preuve du réalisme pratique et patriotique des socialistes belges, digne d'être méditée en d'autres lieux et par d'autres cartellistes.

Nous voudrions marquer en second lieu — et c'est un point qui nous intéresse tout particulièrement — que c'est le Taux de stabilisation qui a été le centre de la plupart des observations présentées. Bien entendu, les uns l'ont critiqué en regrettant un taux plus élevé; les autres l'ont approuvé, soit parce que « la stabilisation  
« devait se faire au taux où le pays pourrait supporter  
« sans difficultés insurmontables le poids de sa dette (1),

---

(1) M. Baudhuhn fait observer qu'avec la livre à 100 francs la dette atteindrait 11 milliards de francs et que ce supplément correspondrait à une charge annuelle de 150 millions environ, soit à un supplément d'impôts de 2,5 % du revenu national, nouveau prélèvement qui n'aurait rien d'excessif : « Il n'est pas douteux », dit-il, « que nous serions capables de supporter une dette publique correspondant au taux de 100 francs pour 1 livre ».

Ceci est donc a fortiori vrai pour le taux de 150.

« soit comme présentant un coefficient de sécurité qui  
« n'est peut-être pas superflu, bien que très ample. »  
Enfin, et surtout, troisième expression de la pensée officielle, après celle de M. Franck en son ouvrage et du Gouvernement en son rapport aux Chambres, M. Jaspar en a donné les justifications suivantes : « La vérité,  
« a-t-il dit, c'est que le Gouvernement a obéi à plusieurs  
« nécessités :

« *Nécessité monétaire.* — Au 25 Octobre 1926, le  
« change était fixé depuis trois mois aux environs de  
« 175 francs à la livre.

« *Nécessité économique.* — Au 25 octobre 1926, l'index des prix de détail était à 705, celui des prix de  
« gros à 860. Il fallait choisir un taux permettant une  
« adaptation progressive des prix intérieurs aux prix  
« mondiaux sans heurts brusques par paliers. Si l'on  
« avait stabilisé à 150 ou 125, nous aurions subi une  
« crise soudaine et violente, car ayant un franc stabilisé  
« trop bas, ne pouvant plus lutter sur les marchés étrangers, nous aurions vu immédiatement de grandes importations de l'extérieur. Nécessairement, nos prix  
« auraient monté d'un bond vers les prix mondiaux. Et  
« c'était la crise industrielle, le chômage, la crise sociale.

« *Nécessité budgétaire.* — Si le franc avait été stabilisé à 150 ou à 125, la matière taxable, exprimée en  
« francs, aurait diminué et les impôts en proportion.  
« Le budget était donc brusquement déséquilibré. Il fallait donc, sans retard, de nouveaux et lourds impôts.

« *Nécessité technique,* résultant du chiffre de la couverture or : après l'échec de la première stabilisation,  
« il fallait redoubler de prudence et, pour avoir un franc  
« qui put résister à toutes les tourmentes, il était nécessaire que la couverture qui le garantissait fût incontestée et incontestable surtout au début. »

Résumons : le taux de la stabilisation n'a été qu'un taux d'actualité, d'opportunisme et de sécurité.



Quant au programme de demain, le Chef du Gouvernement le résumait dans la formule suivante: « Tenir, « ajuster, produire ».

Bref, l'ordre du jour suivant, présenté par MM. Van de Vyvere, Masson et Destrée :

« La Chambre prenant acte du rapport du Gouvernement sur les mesures prises pour l'assainissement financier et lui faisant confiance pour poursuivre une politique consolidant la stabilisation, ajustant celle-ci selon les disponibilités et par degrés aux diverses situations, et développant la production nationale, « passe à l'ordre du jour » fut voté par 121 voix contre 5 voix communistes et frontistes et 10 abstentions.

Le Sénat, ayant discuté le rapport du Gouvernement dans ses séances des 2, 3 et 8 mars 1927, vota de son côté un ordre du jour tout voisin par 101 voix sur 102, un membre s'étant abstenu.

\*  
\*\*

L'institution nouvelle du *Fonds d'amortissement*, l'une des pierres angulaires de l'édifice bâti par M. Francqui, mérite quelques instants d'attention.

Mettons à part, d'abord, la poursuite, dans le cadre des lois et contrats d'emprunts, mais avec un rythme un peu plus rapide que celui prévu aux émissions, de l'amortissement de la dette consolidée, puis, le remboursement, effectué à raison de 30 millions en 1926 et de 25 millions fin février 1927, des 55 millions de dollars correspondant aux crédits de change consentis à la Belgique lors de la première tentative de stabilisation, pour nous attacher au programme établi dès 1926 pour l'amortissement, en 1927 et années suivantes, de la dette flottante. La hiérarchie des remboursements doit être la suivante :

1° les Bons estampillés 5 % 1926, dont la dernière échéance tombait en août 1927, ce qui équivalait à avoir,

à leur endroit, doublé en moyenne le terme de remboursement;

2° les Bons spéciaux 7 % remis aux banques et Etablissements publics, destinés à être remboursés par mensualités en trois ans et sur lesquels on cherchera à obtenir une réduction d'intérêt;

3° les titres de l'emprunt 6 % de 1925 de l'Association des Industriels et Commerçants sinistrés atteignant 850 millions en chiffre rond.

Ayant cessé d'être une filiale de la Banque Nationale et ayant été érigée en Société Anonyme distincte, la Société Nationale de Crédit à l'Industrie, détentrice desdits titres dont elle avait fait l'avance, avait conclu une convention aux termes de laquelle le Fonds d'Amortissement les lui rembourserait en trois ans et demi, à raison de 250 millions par an.

3° Enfin, les deux milliards formant le solde de la dette de l'Etat envers la Banque Nationale, laquelle ne porte pas intérêt. Ce résidu d'Avances est peut-être contraire aux saines théories de la science financière, mais ne présente, en pratique, aucun danger, étant donné l'importance de la couverture dont dispose la Banque Nationale. Il ne sera donc amorti qu'à partir de 1928 et avec un rythme ralenti (1).

Les résultats généraux du Fonds d'amortissement de sa fondation au 30 septembre 1927 se présentent comme suit :

---

(1) Dans son récent ouvrage sur « La Stabilisation et ses Conséquences », M. Baudhuin discute, avec l'attrait qu'il sait donner à tout ce qu'il touche, le cas de cette dette et il conclut : « L'intérêt budgétaire qu'il y aurait à ne pas rembourser la Banque Nationale est insignifiant, mais nous considérons ce remboursement comme « une assurance bonne à prendre.

« En effet, après l'expérience des derniers mois il nous paraît que « le franc belge peut prétendre au rôle de monnaie internationale « de premier ordre, mieux que le franc suisse, et peut-être que le « florin. L'importance grandissante du marché financier de Bruxelles les l'y aiderait. Dès lors, on ne saurait lui donner des assises trop « solides, de façon qu'il n'ait rien à craindre des mouvements éventuels des capitaux ».

|                                                                                                                                                            | Millions de francs |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|
| 1° Réduction de la dette flottante intérieure<br>et extérieure .....                                                                                       | 2.645              |
| 2° Pour faire face aux échéances du Tré-<br>sor, le Fonds a placé contre espèces,<br>pour son compte.....                                                  | 727                |
| millions d'actions des Chemins<br>de fer, qui représentent pour<br>l'Etat des obligations à long<br>terme.                                                 |                    |
| 3° Par contre-partie, le jeu des amor-<br>tissement ordinaires a diminué<br>la dette consolidée au nominal<br>de .....                                     | 341                |
| 4° Le Fonds d'amortissement<br>avait en portefeuille au 30<br>septembre, un capital de..                                                                   | 30                 |
| millions d'obligations di-<br>verses à long terme.                                                                                                         |                    |
| D'où ensemble.....                                                                                                                                         | 371                |
| millions, qui représentent l'ac-<br>croissement de la dette d'Etat<br>de cette catégorie.                                                                  |                    |
|                                                                                                                                                            | Reste 356          |
| De telle sorte qu'en quinze mois une<br>diminution de.....                                                                                                 | 2.289              |
| millions a été réalisée sur le chif-<br>fre nominal des obligations de<br>l'Etat, et une réduction de la<br>charge annuelle d'intérêts de<br>130 millions. |                    |

Le programme du Fonds d'amortissement vient, au cours du mois d'Octobre 1927, d'encourir une première menace. Pour assurer l'équilibre du budget de 1928, en contre partie, notamment, de dégrèvements résultant

d'ajustements de taxes existantes, le Gouvernement d'accord avec le Comité financier présidé par M. Theunis et où siège actuellement M. Francqui, s'est montré décidé à proposer au Parlement la réduction de 1.500 à 1.200 millions de la dotation annuelle spéciale à l'amortissement de la dette flottante, ce qui équivaldrait à rembourser en 8 ans les 2 milliards (1) encore dûs par l'Etat à la Banque, alors que la durée primitivement envisagée pour la mission du Fonds d'Amortissement était de 4 ans. Devant l'émotion provoquée par cette nouvelle, les décisions relatives aux solutions définitives ont été ajournées pour permettre aux autorités et aux organismes intéressés de chercher une transaction qui, par un meilleur aménagement des versements du Trésor et des recettes du Fonds d'amortissement, sauvegarde en 1928 les intérêts de ce Fonds et les nécessités de l'équilibre budgétaire. Mais il est à croire que c'est là une temporisation diplomatique, que le Gouvernement maintiendra son point de vue, et que la rigueur primitive fléchissant, la durée de la Caisse sera étirée.

\*  
\*\*

Le principal problème que posait la stabilisation du change belge était celui des *Prix*. Qu'allait-il en advenir ? Nous possédons aujourd'hui les résultats d'un an de stabilisation, mais à vrai dire, la question reste ouverte et, avant la réalisation d'un équilibre suffisamment permanent, c'est peut-être celle qui se prolongera le plus avant dans l'avenir. Comment donc, à cet égard, ont été réalisés les pronostics officiels que nous avons antérieurement rapportés ?

D'accord avec plusieurs de nos observations premières, ces prévisions, la stabilisation du change une fois acquise, faisaient dépendre le sort des prix de gros en Belgique du sort des « prix-or mondiaux ». L'évènement

---

(1) Au lieu de 250 millions en 8 ans, le Gouvernement, à l'occasion du budget de l'exercice 1923, suggère même 120 millions en 16 ans.



a confirmé cette solidarité et, comme les prix de gros mondiaux ont accentué en 1926 et 1927 (1), — du chef à la fois des denrées alimentaires et des matières industrielles —, la faiblesse dont ils avaient fait preuve en 1925, avec peut-être un palier au moment de la grève des charbonnages anglais, le facteur « chance » a, là encore, servi la réforme monétaire, puisqu'ils ont entraîné, dans leur mouvement de baisse, les prix de gros belges d'octobre 1926 à octobre 1927. En même temps, s'est sensiblement stabilisée, elle aussi, la marge existant entre les prix-or mondiaux et les prix-or belges : on se souvient que nous avons relevé cette particularité dès la « période Theunis » et l'épreuve Janssen l'a également sanctionnée.

Quant aux prix de détail, également comme prévu, ils ont été saisis par la hausse, hausse lente, d'ailleurs, mais continue et dont on pense toujours que le plafond se fixera à 810 ou 820. L'attraction exercée sur les prix-or correspondants par les prix-or mondiaux, et qui est en raison inverse de leur écart, s'est à nouveau manifestée ici à travers les prix de gros, et, ce, d'autant plus que le marché intérieur n'était pas en état d'y résister. Dans la mesure, par exemple, où l'élévation du taux de l'escompte de la Banque Nationale pouvait retenir les prix, ce frein a fait défaut puisqu'au contraire ce taux est passé par paliers de 7.5 % en Octobre 1926 à 5 % en 1927. Tout au contraire, est-on en droit de penser que l'inflation a été complice du mouvement, car, non seulement la stabilisation Francqui ayant délibérément écarté toute déflation, la Belgique était restée « en puissance d'inflation », mais encore deux sources au moins d'excès de circulation avaient jailli : l'émission Janssen et l'absorption, par création de nouveaux billets, du flot de devises étrangères offertes à la Banque Nationale. Ceux qui ont professé que ce n'était pas là de

---

(1) A partir de juillet 1927, les prix américains ont de nouveau esquissé une légère hausse, d'ailleurs, peut-être voulue dans un pays où est pratiqué le système de la monnaie dirigée.

l'inflation parce que la contre-partie en devises étrangères existait dans les caisses de l'Institut d'émission se leuraient, car l'excès de la circulation ne se mesure pas par rapport à la couverture-or, mais par rapport à l'ensemble des richesses et des services disponibles correspondants, compte tenu pourtant du niveau des prix, puisqu'une fois que l'émission supplémentaire est incorporée à la circulation et ne revient pas d'elle-même à la banque, on doit dire qu'elle correspond aux besoins et au niveau des prix.

Semblablement, les achats de devises ou d'or par la Banque de France étaient générateurs d'inflation. Le salut, en pareil cas, est dans le jeu du fameux « circuit » qui ramène à l'Institut d'émission les billets qui en sont sortis et l'on sait que ce jeu est particulièrement entravé lorsque, comme en Belgique, les prix montent.

En tous cas, l'expérience belge confirme jusqu'à présent cette vérité, à laquelle nous nous sommes déjà plusieurs fois référé, que la « parité mondiale » des prix (1) est un concept purement abstrait que chaque pays révisé d'après son standing personnel, par exemple, l'état de ses budgets familiaux et auquel il s'adapte en fonction de son statut économique propre.

Ce qui est certain, c'est que l'économie belge jusqu'ci, (car il reste encore à savoir ce que sera demain) s'est adaptée sans difficultés sérieuses à la nouvelle situation monétaire, et si l'industrie ne connaît plus la prospérité factice des grandes ères d'inflation, du moins conserve-t-elle dans sa généralité une activité manifeste (2) ; on ne peut parler de malaise qu'é comparative-ment. Le taux de stabilisation a évidemment joué là le rôle qu'on lui avait assigné. La crise attendue et si souvent annoncée ne s'est pas encore produite, en parti-

---

(1) Cette parité eût porté les index belges de 1.000 à 1.100.

(2) Le mouvement des Chambres de compensation — encore accru — s'est maintenu remarquablement régulier, ce qui est bien le signe d'une continuité et d'une cadence régulière du mouvement des affaires.

| CHANGES |    |                                   |                                                 | PRIX DE GROS                       |                      | INDEX des prix de gros aux États-Unis (100 Juillet 1914) | PRIX de D            |
|---------|----|-----------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------|----------------------|----------------------------------------------------------|----------------------|
|         |    | Cours moyen du dollar à Bruxelles | Index du change par rapport au dollar % du pair | Index en Belgique (100 Avril 1914) | Index or en Belgique |                                                          | Index or en Belgique |
| Janvier | 1  | 19.77                             | 380                                             | 559                                | 146                  | 165                                                      | 136                  |
| Février | 2  | 19.68                             | 378                                             | 551                                | 145                  | 165                                                      | 135                  |
| Mars    | 3  | 19.74                             | 379                                             | 546                                | 143                  | 165                                                      | 134                  |
| Avril   | 4  | 19.79                             | 380                                             | 538                                | 141                  | 161                                                      | 132                  |
| Mai     | 5  | 19.90                             | 383                                             | 537                                | 140                  | 160                                                      | 130                  |
| Juin    | 6  | 21.26                             | 413                                             | 552                                | 134                  | 162                                                      | 122                  |
| Juillet | 7  | 21.67                             | 418                                             | 559                                | 134                  | 165                                                      | 121                  |
| Août    | 8  | 22.04                             | 425                                             | 567                                | 133                  | 165                                                      | 121                  |
| Sept.   | 9  | 22.07                             | 437.6                                           | 577                                | 131                  | 165                                                      | 119                  |
| Octobre | 10 | 22.06                             | 425.8                                           | 575                                | 135                  | 163                                                      | 125                  |
| Nov.    | 11 | 22.06                             | 425.6                                           | 569                                | 133                  | 163                                                      | 125                  |
| Déc.    | 12 | 22.05                             | 425.4                                           | 565                                | 133                  | 161                                                      | 125                  |
| Janvier | 1  | 22.01                             | 424                                             | 560                                | 132                  | 161                                                      | 124                  |
| Février | 2  | 21.99                             | 424                                             | 556                                | 131                  | 160                                                      | 123                  |
| Mars    | 3  | 24.66                             | 476                                             | 583                                | 128                  | 156                                                      | 114                  |
| Avril   | 4  | 27.32                             | 527                                             | 621                                | 118                  | 156                                                      | 100                  |
| Mai     | 5  | 32.35                             | 624                                             | 692                                | 112                  | 156                                                      | 90                   |
| Juin    | 6  | 33.91                             | 654                                             | 761                                | 117                  | 157                                                      | 88                   |
| Juillet | 7  | 40.97                             | 790                                             | 876                                | 110                  | 155                                                      | 81                   |
| Août    | 8  | 36.32                             | 701                                             | 836                                | 119                  | 154                                                      | 97                   |
| Sept.   | 9  | 36.72                             | 708                                             | 859                                | 121                  | 155                                                      | 96                   |
| Octobre | 10 | 35.95                             | 694                                             | 856                                | 123                  | 154                                                      | 101                  |
| Nov.    | 11 | 35.90                             | 693                                             | 865                                | 125                  | 153                                                      | 105                  |
| Déc.    | 12 | 35.90                             | 693                                             | 860                                | 124                  | 152                                                      | 107                  |
| Janvier | 1  | 35.75                             | 690                                             | 856                                | 123                  | 151                                                      | 109                  |
| Février | 2  | 35.75                             | 690                                             | 854                                | 123                  | 151                                                      | 111                  |
| Mars    | 3  | 35.75                             | 690                                             | 858                                | 124                  | 150                                                      | 111                  |
| Avril   | 4  | 35.75                             | 690                                             | 846                                | 122                  | 149                                                      | 112                  |
| Mai     | 5  | 35.75                             | 690                                             | 848                                | 122                  | 149                                                      | 112                  |
| Juin    | 6  | 35.75                             | 690                                             | 851                                | 122                  | 148                                                      | 113                  |
| Juillet | 7  | 35.75                             | 690                                             | 845                                | 122                  | 149                                                      | 114                  |
| Août    | 8  | 35.75                             | 690                                             | 850                                | 123                  | 151                                                      | 114                  |
| Sept.   | 9  | 35.75                             | 690                                             | 837                                | 121                  | 153                                                      | 115                  |
| Octobre | 10 | 35.75                             | 690                                             | 839                                | 122                  | 155                                                      | 116                  |

| COMMERCE EXTÉRIEUR       |                          |                          |                          |                          |                          | CHOMEURS<br>COMPLETS |                     |
|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|---------------------|
| EXPORTATIONS             |                          | IMPORTATIONS             |                          | BALANCE                  |                          | Nombre               | Moyenne<br>pour 100 |
| Millions<br>de<br>francs | Milliers<br>de<br>tonnes | Millions<br>de<br>francs | Milliers<br>de<br>tonnes | Millions<br>de<br>francs | Millions<br>de<br>francs |                      |                     |
| 5                        | 1.047                    | 2.574                    | 1.363                    | —979                     | —316                     | 12.678               | 1,92 1              |
| 8                        | 991                      | 2.695                    | 1.297                    | —1.187                   | —306                     | 10.619               | 1,7 2               |
| 7                        | 1.457                    | 2.975                    | 1.668                    | —1.108                   | —211                     | 9.414                | 1,53 3              |
| 6                        | 1.024                    | 2.808                    | 1.302                    | —1.162                   | —278                     | 9.817                | 1,62 4              |
| 9                        | 1.094                    | 2.755                    | 1.283                    | —896                     | —189                     | 7.287                | 1,2 5               |
| 2                        | 1.367                    | 2.586                    | 1.553                    | —824                     | —186                     | 6.483                | 1,06 6              |
| 1                        | 1.137                    | 2.524                    | 1.321                    | —533                     | —184                     | 6.701                | 1,11 7              |
| 1                        | 1.011                    | 2.731                    | 1.421                    | —930                     | —410                     | 5.634                | 0,94 8              |
| 6                        | 1.452                    | 2.833                    | 1.639                    | —847                     | —187                     | 4.758                | 0,8 9               |
| 8                        | 1.165                    | 2.935                    | 1.537                    | —1.187                   | —372                     | 4.407                | 0,74 10             |
| 3                        | 1.145                    | 2.677                    | 1.483                    | —1.034                   | —338                     | 13.513               | 2,28 11             |
| 6                        | 1.584                    | 2.839                    | 1.915                    | —1.173                   | —331                     | 16.897               | 2,8 12              |
|                          |                          |                          |                          |                          |                          |                      |                     |
| 7                        | 940                      | 2.525                    | 1.516                    | —1.108                   | —576                     | 16.159               | 2,7 1               |
| 6                        | 1.101                    | 2.670                    | 1.356                    | —1.014                   | —255                     | 9.616                | 1,62 2              |
| 4                        | 1.470                    | 3.301                    | 1.901                    | —1.487                   | —431                     | 8.489                | 1,4 3               |
| 8                        | 1.176                    | 2.889                    | 1.553                    | —1.131                   | —377                     | 7.395                | 1,2 4               |
| 5                        | 1.155                    | 2.605                    | 1.604                    | —1.170                   | —449                     | 6.075                | 1,1 5               |
| 5                        | 1.593                    | 3.127                    | 2.823                    | —1.082                   | —1.230                   | 5.200                | 0,9 6               |
| 2                        | 1.431                    | 2.707                    | 1.612                    | —505                     | —181                     | 5.158                | 0,9 7               |
| 0                        | 1.693                    | 2.787                    | 1.792                    | —587                     | —99                      | 7.268                | 1,2 8               |
| 7                        | 2.214                    | 2.768                    | 2.312                    | —761                     | —98                      | 6.818                | 1,10 9              |
| 4                        | 2.048                    | 2.898                    | 1.914                    | —504                     | +134                     | 8.088                | 1,4 10              |
| 7                        | 1.977                    | 2.866                    | 1.911                    | —849                     | +66                      | 8.217                | 1,4 11              |
| 3                        | 2.650                    | 3.233                    | 2.690                    | —1.015                   | —40                      | 15.804               | 2,6 12              |
|                          |                          |                          |                          |                          |                          |                      |                     |
| 6                        | 1.590                    | 3.098                    | 2.098                    | —1.493                   | —508                     | 15.920               | 2,6 1               |
| 3                        | 1.761                    | 3.144                    | 2.198                    | —1.438                   | —437                     | 13.856               | 2,3 2               |
| 1                        | 2.558                    | 3.324                    | 2.740                    | —1.243                   | —182                     | 11.294               | 1,8 3               |
| 7                        | 2.106                    | 3.007                    | 2.469                    | —940                     | —363                     | 10.947               | 1,8 4               |
| 2                        | 2.009                    | 3.159                    | 2.444                    | —1.057                   | —435                     | 9.146                | 1,5 5               |
| 9                        | 2.108                    | 3.224                    | 2.526                    | —1.155                   | —418                     | 8.323                | 1,4 6               |
| 4                        | 2.210                    | 3.166                    | 2.301                    | —1.082                   | —91                      | 7.850                | 1,3 7               |
| 0                        | 2.261                    | 3.154                    | 2.324                    | —984                     | —63                      | 7.542                | 1,2 8               |
| 4                        | 2.282                    | 3.238                    | 2.443                    | —1.174                   | —161                     | 8.595                | 1,4 9               |
| 3                        | 2.414                    | 3.136                    | 2.524                    | —1.070                   | —110                     | 8.746                | 1,4 10              |



culier, parce qu'au rebours de l'Allemagne les fonds de roulement, nous l'avons vu, n'avaient pas fondu et les stocks étaient presque aussi importants qu'avant la guerre. Il n'y a eu que des crises isolées et pour des causes étrangères à la stabilisation : les charbonnages, en raison de la situation du marché international ; les glaceries et verreries, par suite de la fermeture des marchés d'outre-mer, notamment des marchés chinois. Dans leur ensemble, grosse métallurgie, sinon la moyenne et la petite qui vivent, textiles, usines de ciment ont travaillé dans des conditions satisfaisantes ; le chômage, nous l'avons dit, a été insignifiant ; le trafic du port d'Anvers n'a cessé de croître, et les indications de la balance commerciale ont été encourageants : le rapport des exportations aux importations a atteint pour les huit premiers mois de 1927, 86,6 % (1) et ce résultat n'a pas été acquis au prix d'une réduction des importations ; celles-ci, au contraire, ont augmenté ; mais le tonnage exporté a été plus élevé qu'en 1913 et qu'en aucune des années d'après-guerre. L'accroissement des émissions publiques tant pour la création de nouvelles affaires que pour les augmentations de capital indispensables à beaucoup d'industries pour restaurer leur « substance » a été très sensible. Leur moyenne mensuelle a été en 1927 de plus de 500 millions contre 221 en 1926 et 200 en 1925 (2).

---

(1) Dans le *Bulletin Commercial* (de Bruxelles) du 26 décembre, M. Baudhuin a publié un article sur « la Signification Economique du Progrès des Exportations Belges » où il développe ce thème que « l'amélioration de la balance commerciale est, en principe, la conséquence, et non la condition, de l'assainissement monétaire », et il en donne la démonstration suivante :

« Lorsqu'un pays revient à la monnaie saine, il doit évidemment « renoncer à l'inflation ou même faire de la déflation ; en règle « générale, le pouvoir d'achat de la population augmente moins que « les prix. La consommation intérieure diminue donc, ce qui tout « d'abord restreint les importations. Et, bientôt, les usines travaillent pour le marché intérieur manquant de commandes ; il leur « faut de nouveaux débouchés, sinon c'est le chômage. Elles se tournent vers l'étranger, et, coûte que coûte, font de l'exportation. « Cela ne va pas sans grandes difficultés ; elles doivent s'organiser « en hâte, changer leurs fabrications puis vendre à très bon compte. « C'est actuellement ce qui se passe en Belgique. »

(2) Une statistique de la Banque d'Outremer révèle que de décem-

D'une manière générale, le « tumultueux » afflux de capitaux que la stabilisation a provoqué, joint au décalage de certains cours sur leur valeur-or eu égard au taux de stabilisation, a imprimé à la Bourse une activité qui a été d'autant plus remarquable que le même phénomène s'était déjà produit en Allemagne lors de sa dernière réforme monétaire. Il faut pourtant se garder de lui attribuer une portée générale en pareil cas. La hausse qui en est résultée ne s'est pas localisée aux valeurs à revenus fixes, qui n'ont d'ailleurs progressé que modestement, elle s'est étendue à d'autres compartiments, quoique d'une manière très inégale. Les actions des Banques, des Sociétés coloniales, d'électricité et de transports en ont surtout bénéficié et il semble bien qu'elle ait été surtout entretenue par des considérations spéculatives, escomptant des perspectives d'avenir en même temps que par la détente du loyer de l'argent. L'estimation de la valeur-or des entreprises elles-mêmes n'a joué qu'un rôle de second degré, tempérée qu'elle est par la comparaison avec la capitalisation résultant des dividendes, lesquels sont loin d'avoir suivi la dépréciation de la monnaie (1).

Il ne s'est pas davantage produit de crise de crédit. Sous la double espèce des rapatriements et des apports de l'étranger, l'abondance, la pléthore des capitaux a été telle qu'elle a permis à la Banque Nationale d'abaisser par paliers successifs le taux de l'escompte de 7 % (Octobre 1926) à 4,5 % (Novembre 1927), les avances sur titres restant comprises entre les limites extrêmement réduites de 150 à 200 millions. Alors que le change était stabilisé et que le loyer de l'argent n'avait

---

bre 1926 inclus à août 1927 inclus, les émissions réelles de capitaux (total des constitutions de Sociétés et des augmentations de capitaux diminué des dissolutions de Sociétés), a été de 3.777.705 mille francs.

(1) Il résulte d'un tableau établi par M. L. Hayois dans *le Moniteur des Intérêts matériels*, un ensemble de valeurs coloniales, d'électricité et de tramways, qui représentent au cours de bourse la moitié de la fortune belge et rapportent moins de 1 %. Aussi estime-t-on qu'elles sont surfaites à ce cours.

plus à inclure une prime d'assurance contre la dépréciation éventuelle de la monnaie ; alors que la dette flottante était consolidée et que le taux d'intérêt des Bons du Trésor n'avait plus à être pris en considération, le taux de l'escompte avait recouvré et une partie de son emprise sur le marché et son indépendance de mouvement. L'abaissement du taux de l'escompte était donc entre les mains de la Banque Nationale un moyen à la fois de préserver le pays contre le placement exagéré de crédits bancaires étrangers dont le rapatriement peut un jour devenir dangereux et d'inciter les Belges à investir une partie de leurs capitaux dans des entreprises à l'étranger, car on a toujours considéré en Belgique que l'accroissement du portefeuille étranger était d'intérêt national. M. Baudhuin déclare que c'est un fait connu que les valeurs internationales sont « pompées » par la place de Bruxelles depuis le début de 1927. Les Banques en particulier, ne pouvant faire fructifier leurs disponibilités en Belgique, ont de gros placements en devises.

En période de stabilité monétaire, le taux de l'escompte reflète l'état du marché des capitaux à court terme. L'aisance de ce marché est ici, en effet, confirmée par la baisse du loyer de l'argent : le taux des dépôts s'est vu réduit d'un point en 1927, passant de 3 % en Janvier à 2 % dès Février. Le « call money » est à 1, 75 % ; Par contre, l'argent à long terme reste cher : les hypothèques, par exemple, se traitent à 8, 5 ou 9 % net de tout impôt. Pour le même motif, comme en raison des déboires qu'elles ont entraînés, la méfiance du public à l'égard des obligations à revenu fixe, y compris les rentes d'Etat, subsiste. D'où la création par les Entreprises privées et l'Etat de titres à revenu fixe pour une part et à revenu variable pour une autre.

Ne nous éloignons pas de la Banque Nationale sans donner ici les caractéristiques de sa plus récente situation, celle du 27 Octobre 1927.

ACTIF

|                                                      |       |
|------------------------------------------------------|-------|
| Encaisse métallique .....                            | 3.422 |
| Portefeuille étranger .....                          | 2.341 |
| Total ( <i>Couverture</i> ) .....                    | 5.763 |
| Portefeuille-effets .....                            | 2.593 |
| Avance à l'Etat pour le remboursement des marks..... | 2.000 |
| Avances sur Fonds publics belges .....               | 170   |

PASSIF

Comptes-courants :

|                                          |        |
|------------------------------------------|--------|
| Trésor .....                             | 54     |
| Particuliers .....                       | 505    |
| Ensemble.....                            | 559    |
| Circulation fiduciaire .....             | 9.989  |
| Total ( <i>Engagements à vue</i> ) ..... | 10.548 |

Rapport de la *Couverture aux Engagements à vue* : 54,6 %.

En un an, la circulation a donc augmenté de plus de 10 %, conséquence surtout de l'élévation des prix de détail et elle ne semble pas avoir encore atteint son plafond. Par bonheur, l'encaisse s'augmentait parallèlement et même un peu davantage puisque le rapport de la couverture aux engagements à vue s'est amélioré (1) d'Octobre 1926 à Octobre 1927 la réserve-or s'est accrue de plus d'un demi milliard.

Les journaux financiers anglais viennent de révéler que « l'acheteur inconnu » de métal jaune était la Banque Nationale de Belgique et le fait a été confirmé de New-York. La Belgique participe donc aux premiers rapatriements de l'or européen exporté aux Etats-Unis.

\*  
\*\*

Parmi tous ceux qu'elle soulève, la dévaluation d'une monnaie pose le problème de la conversion des *Bilans*

---

(1) Dans le portefeuille d'effets commerciaux de la Banque, non compris dans le calcul de l'encaisse, sont contenues également des devises. C'est ce qui explique que certains auteurs déclarent la circulation garantie à concurrence de 70 à 80 %.



*en Or.*, problème très complexe à la fois pour l'industriel et vis-à-vis du fisc. Car, si l'on prétendait appliquer aux bénéfices purement comptables que fait généralement apparaître cette opération la législation normale sur les bénéfices industriels et commerciaux, on aboutirait à un inévitable prélèvement sur le capital. De là, la nécessité pour tous les pays qui dévaluent leur monnaie d'adapter des règles fiscales qui n'ont pas été faites pour ce cas exceptionnel et dont l'application aveugle ne conduirait qu'à des impositions irrecouvrables. Il nous est impossible d'aborder ici, même à l'égard de la seule Belgique, cette question qui, bien que monétaire, réclamerait une étude spéciale, et nous nous contenterons de mentionner que les directives sur la matière sont contenues dans une circulaire du Ministre des Finances du 6 Avril 1927, complétée par des exemples. Elles sont libérales et dignes d'inspirer celles qui, un jour, pourront être données à cet égard en France.

Une seconde circulaire de Juillet 1927 permet de réévaluer l'outillage d'après les prix résultant de la stabilisation à 175 et de l'amortir sur cette base.

\*  
\*\*

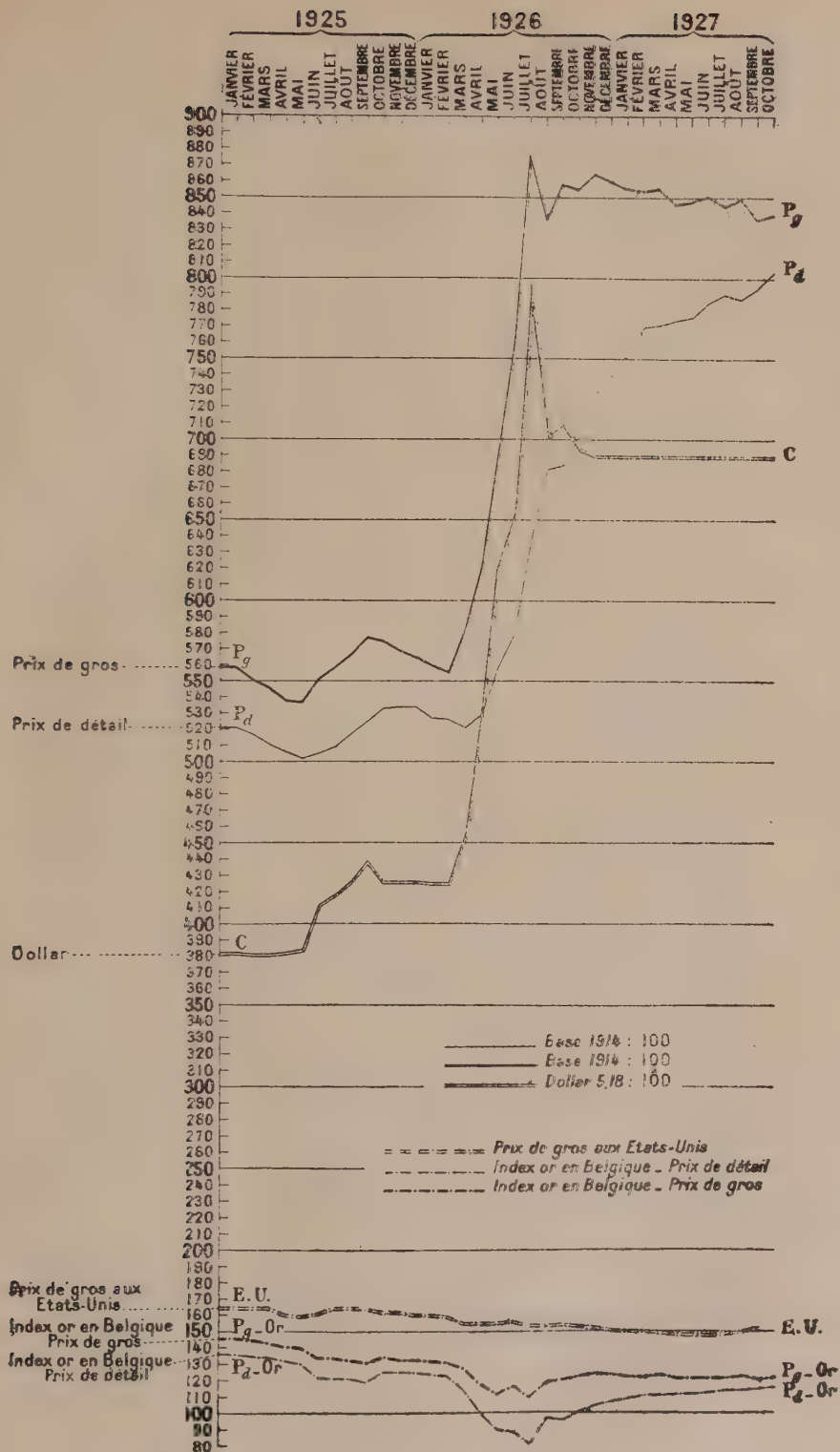
Il n'est pas sans intérêt de noter que, dès sa réalisation, la stabilisation monétaire n'est apparue au Gouvernement belge comme une fin, mais bien, au contraire, comme une phase de la restauration nationale. M. Francqui, dans son testament, en Novembre 1926, M. Jaspar, dans sa réponse à une interpellation en Janvier 1927, avaient expressément laissé entendre que dans un pays comme la Belgique, une politique économique à larges vues doit être le complément de la politique financière. Aussi, le 13 Juillet 1927 le premier Ministre déposait-il sur le bureau de la Chambre le rapport général de la « Commission des Grands Travaux Publics » qui a élaboré un programme sous la direction de M. Francqui, le Cabinet estimant, comme son chef, que son œuvre ne serait pas complète si les fondements d'une *Politique de*

*Travaux Publics* n'étaient pas jetés. Le Gouvernement envisage « la création d'un organisme autonome et de « caractère public, en faisant appel aux compétences « nécessaires de manière à assurer la prépondérance « aux intérêts généraux du pays. L'Etat remettra à « cet organisme, soit les disponibilités budgétaires nécessaires, soit en cas d'insuffisance, des instruments « de crédit. »

\*  
\*\*

Dans le cours, jusqu'ici régulier, de la stabilisation monétaire belge, il n'est pas indifférent de signaler l'ébranlement que subit l'Union Politique qui en a permis la belle réalisation. Depuis le mois d'Octobre 1926, celle-ci a été sinon menacée, du moins discutée à plusieurs reprises. Dès le mois de Décembre 1926, les socialistes, dans leurs congrès, ont débattu le maintien des leurs au sein du « Cabinet de la Stabilisation » ; la question de la réorganisation du Ministère s'était alors posée devant l'opinion publique. Fin Janvier, au moment où le départ de M. Pecher, Ministre de la Colonie, avait rendu nécessaire un léger remaniement des portefeuilles, le baron Houtart, Ministre des Finances, n'avait conservé le sien que sur les instances de M. Jaspar. Et, à l'époque la plus contemporaine, en ce mois d'Octobre 1927, à l'occasion du problème militaire, se manifeste au sein du Cabinet une nouvelle tension politique, qui pourrait bien aller jusqu'à la dislocation du cabinet. A l'usage, la lassitude de l'Union sacrée se ferait-elle sentir ? Et, cependant, dans leurs plus récents discours, MM. Jaspar et Houtart se rencontrent pour déclarer, l'un que le pays n'est encore qu'en convalescence et qu'une rechute lui serait fatale, l'autre qu'il faut beaucoup de prudence. Les promesses faites par les élus socialistes sur la durée du service militaire semblent, cependant, trop formelles pour leur permettre d'accepter un compromis sur ce point. Ainsi s'explique l'attitude de M. Vandervelde qui cherche visiblement à faire « cavalier seul ». Quelles







malgré la vague de vie chère ; la réadaptation, en cette première année, s'est faite sans heurt : l'économie belge, à ce jour, est certainement en meilleure posture qu'il y a un an.

Au cours de la discussion, au Sénat, du rapport sur les pleins pouvoirs ; M. Segers a peut-être le mieux traduit l'impression belge générale en disant : « Ce qu'il faut avant tout retenir, ce qui domine toute l'œuvre du « Gouvernement, c'est que le franc est sauvé. » Tant il est vrai qu'en la plupart des entreprises humaines, le succès a raison et l'insuccès a tort, c'est la réussite qui, finalement, quoi qu'on puisse penser de ses modalités, justifie la stabilisation de M. Francqui.

On ne contestera assurément pas que celui-ci n'ait rationnellement agencé et exactement mis en œuvre les procédés techniques adéquats. Mais il faut reconnaître, également, qu'il a été exceptionnellement servi par les circonstances ; ou, si l'on veut, qu'en profitant avec à propos de conjonctures favorables pour réaliser la stabilisation dans l'ambiance la plus propice, il s'est donné la chance pour alliée.

Sans doute, après l'expérience Janssen où le politique l'avait emporté sur l'économique, bénéficiait-il d'un renversement d'équilibre ; sans doute, après la dure secousse de Mars 1925, était-il entouré du calme confiant du pays et de la volonté de tous de s'associer à ses efforts ; mais, entre plusieurs, deux facteurs l'ont particulièrement soutenu.

L'un, momentané, mais particulièrement heureux, parce que contemporain des débuts de l'opération : la grève des charbonnages anglais, qui a donné aux fonds de roulement de l'industrie belge une liquidité si complète et si inespérée que, sur 1.400 millions de Bons

---

remarquer M. Baudhuin, les sommes versées à la Caisse d'Epargne ne constituent qu'une minime partie de l'Epargne nationale, laquelle comprend, notamment, le montant des sommes remises en circulation par le Fonds d'amortissement. Pour l'année 1927, cette institution a rendu au marché intérieur environ 1 milliard et demi. L'amortissement de la dette publique est, en somme, une épargne forcée.

spéciaux 7 % qui leur avaient été remis, les Banques n'ont demandé à l'escompte de la Banque Nationale que 700 millions. Dans ces conditions, les rouages industriels de l'opération prirent à l'origine un rythme accéléré et un élan tel que, par la suite, le frein de l'inévitable adaptation ne produisit qu'un effet de ralentissement, mais non un blocage.

L'autre facteur, c'est la tenue du franc français et, à notre avis, voici la cause majeure du succès de M. Francqui, de même que voilà la cause majeure de l'échec de M. Janssen.

L'ambiance du franc belge, que nous évoquions il y a quelques instants, c'est le franc français qui, essentiellement, la caractérisait, — pour M. Francqui, donc, par sa hausse continue de 240 francs la livre en Juillet à 120 en Décembre 1926 et son maintien, depuis lors, aux environs de ce dernier cours, soit à 124 — ; pour M. Janssen, par sa baisse régulière de 102 en Septembre 1926 jusqu'aux dits 240 francs en Juillet. Sur ce point décisif, les expériences de MM. Janssen et Francqui forment rigoureusement l'épreuve et la contre-épreuve. L'opération de stabilisation a beau détacher artificiellement le franc belge du franc français, les lois naturelles demeurent. Si elles n'ont plus leur libre cours, elles n'en exercent pas moins leur action en composant avec l'artifice dressé contre elles et que leur résultante, suivant le cas, renforce ou ébranle de telle sorte que, s'il est déjà infiniment plus aisé d'enrayer la hausse d'une monnaie que d'en arrêter le glissement, cela devient un « jeu », pour parler comme M. Francqui, quand les éléments auxiliaires extérieurs sont favorables et la « quadrature du cercle » pour parler comme M. Franck, quand ils sont contraires.

Il existe dans nos montagnes des chutes dont le débit, normalement variable, a été régularisé, — nous allions dire stabilisé, — par l'aménagement, à la partie supérieure du bassin, d'un puissant réservoir et dont l'énergie est dès lors utilisée ou vendue sous forme cons-

tante. Nous comparerions volontiers M. Janssen à un industriel malavisé qui, parce que la température a baissé et que les sommets ont gelé, se trouve placé, pour tenir ses engagements, dans l'onéreuse obligation de remplir son réservoir par pompage à l'aide d'eau et de force extrinsèques à sa chute. Quand M. Janssen était Ministre des Finances, ce thermomètre du change qu'était pour la Belgique le franc français ne cessait de baisser ; c'est, d'ailleurs, pourquoi celui-ci voulait stabiliser, mais il était contraint d'alimenter sa stabilisation à contre-courant.

Tout au contraire, M. Francqui stabilisait alors que ce même thermomètre montait : il bénéficiait ainsi automatiquement des apports naturels de devises et de capitaux qui affluent en pareil cas, à l'image de l'industriel prévoyant qui trouve dans la nature c'est-à-dire dans la fonte des neiges et des glaciers, l'alimentation normale et gratuite de son réservoir régulateur.

Dans l'état actuel des choses, le franc belge tire une sécurité toute particulière du cours atteint par le franc français, et, pour l'avenir, la stabilisation monétaire belge n'aura pas de meilleur soutien que la stabilisation monétaire française.

Sinon, et d'une autre manière, la coopération des Instituts d'émissions étrangers. Du succès définitif, ce sont là, à notre avis, les deux gages les plus certains.

# CONCLUSION

---

## CHAPITRE PREMIER

### LA BELGIQUE ÉCONOMIQUE, FINANCIÈRE ET MONÉTAIRE CONTEMPORAINE

*dans ses rapports avec le sujet.*

Limitée à son évolution propre, l'observation d'une crise monétaire particulière d'après-guerre, même si on la conduit jusqu'à suffisante guérison, n'épuise pas le sujet. En suivant son processus, on se convainc, en effet, à chaque instant davantage, que semblable crise ne laisse pas d'avoir toute une série de répercussions directes sur tout l'organisme social et, pour être complet, il convient, même après en avoir relevé des traces éparses, de synthétiser les diverses évolutions qu'elle a également déterminées dans cet organisme.

Mais ici apparaît la solidarité des crises : jamais, peut-être, comme depuis la guerre, l'économique, le financier et le monétaire n'ont plus fortement et plus tragiquement affirmé l'étroite union qui les lie. L'ébranlement dû à la guerre s'est propagé si profondément dans tous ces domaines et, entre ceux-ci, de telles réactions mutuelles se sont produites que leurs résultantes successives et momentanées ont fait passer l'ancien milieu par toute une série d'équilibres instables avant de lui permettre d'atteindre l'équilibre stable vers quoi il tend. Et si, pour définir comme il convenait ce milieu primitif, alors qu'il était dans un état que l'on pourrait dire statique, nous avons été conduit au seuil de cette étude, à marquer celles de ses caractéristiques économiques, financières et monétaires qui devaient nous être utiles par la suite, c'est, à plus forte raison, à fixer, dans leurs grandes



lignes, les mêmes traits de la Belgique contemporaine que, en manière de dénouement sur ce point, nous devons nous appliquer dans ce pénultième chapitre, réplique de l'originel.

Les pages qui les séparent, si elles font bien souvent envier, ici encore, le bonheur de l'homme qui, en toutes choses, possède l'exacte connaissance des causes, autorisent, au moins, cette première affirmation que, dans le conflit entre l'ordre économique, l'ordre financier et l'ordre monétaire, qui a remplacé celui des armes, les deux premiers, en Belgique, l'ont d'abord emporté sur le second, mais qu'ensuite, à partir, pourrait-on dire, du milieu de la période Theunis, celui-ci a dominé les deux autres et a pris sur eux, d'année en année, des revanches qui les ont de plus en plus déprimés. Une heure sonna, en effet, où, comme nous le verrons ci-après, la restauration matérielle étant virtuellement terminée, les dommages de la guerre cessèrent de porter sur les biens réels pour être transférés à la charge de la monnaie et se diffuser, à travers elle, dans l'économie nationale. Mais, en tous cas, en chaque occasion où cela sera loisible, nous nous efforcerons de mettre tout spécialement l'accent sur le monétaire.

*Historiquement et Géographiquement*, la Belgique d'avant guerre s'est trouvée agrandie par le Traité de Versailles (1) ; les traités de 1839 (2) ont été abrogés et, puissance déjà indépendante, elle a cessé d'être neutre. En outre, le territoire de Moresnet lui est revenu et le referendum institué dans les cercles d'Eupen et de Malmedy a tourné à son avantage. Enfin, l'Union avec le Luxembourg l'a agrandie économiquement.

Le recensement le plus récent, celui du 31 décembre 1920, accuse une *Population* de 7.401.353 habitants, auxquels il convient d'ajouter, pour les districts rédi-

---

(1) Article 31, 32, 33 et 34.

(2) La reconnaissance par la Hollande de l'indépendance belge ayant été très tardive, c'est en 1839 seulement qu'ont été signés les Traités relatifs à la séparation définitive de la Belgique d'avec les Pays-Bas.

més, 6.429 habitants, ce qui conduit au total de 7.465.782 habitants.

L'évaluation au 31 décembre 1926 donne, en chiffre rond, 7.800.000. La superficie de la Belgique ayant été portée à 30.444 kilomètres carrés, la densité ressort donc actuellement à 256 habitants par kilomètre carré.

« La prospérité économique de l'*Agriculture* pendant « la guerre, fut en raison inverse de son perfectionnement technique. En d'autres termes, plus l'agriculture tombait en décadence, plus le cultivateur s'enrichissait (1). Compte tenu de l'accroissement de ses disponibilités, il apparaît que l'agriculture belge est sortie de la guerre sans être en rien diminuée dans son avoir global. La restauration agricole belge est un fait accompli depuis 1924. Elle semble, en particulier, avoir replacé la Belgique dans le mouvement des augmentations de rendement, bien que dans des conditions différentes de celles de 1914. Il est de notoriété que, depuis l'armistice, les acquéreurs de la propriété rurale sont presque toujours des cultivateurs, mettant à profit leurs gains exceptionnels et leurs économies pour exproprier les propriétaires non exploitants et, d'autre part, l'insuffisance de la main-d'œuvre se fait de plus en plus sentir : d'où, hausse des salaires et abandon des spéculations dans lesquelles une grande part de main-d'œuvre est nécessaire sans procurer un profit satisfaisant. Toutes évolutions où la situation monétaire a eu évidemment une large part. Quoi qu'il en soit, c'est toujours dans la mesure de 25 à 30 % que la Belgique est tributaire de l'étranger pour ses approvisionnements; mais dans cette moyenne, le déficit en céréales est des trois quarts environ de ses besoins (2), ce qui est particulièrement

---

(1) A. Henry : *L'Agriculture belge et la Guerre*.

(2) Un exemple caractéristique nous permettra de mettre en évidence cette union étroite des phénomènes économiques et monétaires que nous venons à nouveau de souligner : l'Allemagne estime à un milliard de marks-or l'amélioration de la balance commerciale due à l'industrie de l'azote et, pour un emploi de 27 kg d'azote à l'hectare contre 3 kg 2 en France, la Belgique a obtenu en 1924 un rendement de 25 hectolitres 7 de blé contre 14 en France. Sa balance commerciale en est donc, également, améliorée d'autant.

rement grave pour la tenue du change, surtout lorsque les prix mondiaux sont anormalement élevés.

*Industriellement*, la guerre laissa intacte cette activité fondamentale que représentent en Belgique les charbonnages, de sorte que le rétablissement de la production houillère à un niveau voisin de celui d'avant-guerre fut rapidement atteint (1). Depuis 1923, alors que le bassin de la Campine se développait régulièrement, mais que les bassins du Sud et de l'Est s'appauvrirent progressivement, ce niveau est dépassé (2). Il en est de même dans la sidérurgie. Dans l'ensemble, l'industrie belge n'a pas changé de caractère; elle est restée une industrie transformatrice et de gros œuvre; pratiquement restaurée, également, depuis 1924, sa reconstitution a consisté à reprendre les anciennes traditions, mais en les rajeunissant : l'outillage a été perfectionné et les années de relèvement ont été toutes de progrès. De leur côté, les capitaux ont abondamment répondu aux appels correspondants et se sont largement investis dans les diverses catégories d'industries, attirés, notamment, par les hauts profits des années prospères que nous avons vues.

La nature de la main-d'œuvre n'a pas changé : elle n'est ni plus qualifiée, ni plus alerte qu'avant-guerre; elle a conservé ses qualités d'endurance dans un effort moyen et quotidiennement le même, mais son rendement a plutôt diminué.

L'industrie belge s'étant reconstituée semblable à elle-même, le *Commerce extérieur* belge ne pouvait chan-

---

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| (1) 1918 ..... | 22.841.590 tonnes |
| 1919 .....     | 18.483.000 —      |
| 1920 .....     | 22.389.000 —      |
| 1921 .....     | 21.751.000 —      |
| 1922 .....     | 21.208.000 —      |
| 1923 .....     | 22.917.000 —      |

(2) L'exportation des produits de carrières a beaucoup augmenté comparativement à 1913 et fournit d'importantes ressources à la Belgique.

ger dans son ensemble (1). Avec le degré d'approximation admissible en pareille matière, on peut dire qu'il y a identité dans la composition des importations et des exportations d'avant et d'après-guerre. Quand on dresse la liste des fournisseurs et des clients de la Belgique par ordre d'importance, on trouve, pour les principaux pays, à la Russie près, des classements similaires. Voici cette liste pour l'année 1926 :

| IMPORTATIONS<br>(milliers de francs) |           | EXPORTATIONS<br>(milliers de francs) |           |
|--------------------------------------|-----------|--------------------------------------|-----------|
| 1 France .....                       | 4.904.282 | Grande-Bretagne ..                   | 3.835.720 |
| 2 Grande-Bretagne ..                 | 2.669.386 | France .....                         | 2.831.768 |
| 3 Etats-Unis .....                   | 2.612.076 | Allemagne .....                      | 2.478.955 |
| 4 Allemagne .....                    | 2.491.166 | Pays-Bas .....                       | 2.262.550 |
| 5 Pays-Bas .....                     | 2.392.779 | Etats-Unis .....                     | 1.819.963 |
| 6 Argentine .....                    | 1.680.395 | Argentine .....                      | 520.692   |
| 7 Italie .....                       | 308.681   | Italie .....                         | 476.380   |
| 8 Suisse .....                       | 168.655   | Congo Belge .....                    | 384.433   |
| 9 Congo-Belge .....                  | 128.531   | Suisse .....                         | 355.707   |

Un pays qui exporte en période de dépréciation monétaire risque de s'appauvrir, au même titre qu'en la même occurrence un industriel par le jeu perfide des matières de remplacement; pour l'un et l'autre, le résultat est le même, c'est une « perte de substance » dont une théorie bien connue rend facilement compte et qui, en pratique, est aussi douloureusement exacte pour les capitalistes que pour les nations. Cependant, sur ce point, le cas de la Belgique est très particulier et mérite d'être souligné. En se reportant, en effet, aux statistiques d'importations et d'exportations (2), on aperçoit que celle-ci, dans l'ensemble, a mis à profit pour ses importations le désordre monétaire français et allemand, de sorte qu'elle a pu s'approvisionner au voisinage des prix-or d'avant guerre. Ses exportations, au contraire,

(1) Les résultats des statistiques d'importations et d'exportations, élément important de la balance des comptes, ont été successivement donnés dans le corps du travail.

(2) Société d'Etudes et d'Informations économiques *Supplément au Bulletin* du 13 novembre 1926.



ont surtout été dirigées vers les pays à change élevé. De cette situation spéciale, où l'importance relative du marché belge joue également son rôle, il appert que, même en vendant à des prix beaucoup plus faibles que ceux pratiqués sur les marchés à étalon-or, l'économie belge a réduit sa perte de substance au minimum : en tous cas, elle a subi cette perte dans une proportion moindre que la France et l'Allemagne, lesquelles importaient aux prix-or actuels et exportaient au-dessous de ces prix.

Quant à sa *Fortune*, la Belgique était sortie de la guerre, nous l'avons vu, munie de signes monétaires abondants, mais appauvrie en capitaux réels.

Mais il n'est guère contesté, déclare M. Baudhuin, qu'à l'heure présente le pays soit complètement reconstitué. Les dettes qu'il a dû contracter sont compensées, et au delà, par les enrichissements qui lui sont advenus. M. Baudhuin estime cependant son actif à 40 milliards de francs-or alors qu'on l'évaluait, on s'en souvient, à 50 ou 55 milliards avant-guerre. Semblable dépréciation se constate du reste dans tous les pays dont la monnaie s'est fortement avariée et, à son avis, ces biens sont ainsi dépréciés parce que la Belgique manque de capitaux désireux de se placer définitivement : les contingences économiques, dûes surtout aux récentes épreuves monétaires, ont ralenti les investissements en bien réels et la valorisation de l'actif.

Pour le *Revenu*, M. Baudhuin l'évalue comme suit fin 1924 :

|                                        | Francs |       |
|----------------------------------------|--------|-------|
|                                        | —      |       |
| Fortune acquise .....                  | 6.000  | 22    |
| Revenus professionnels .....           | 10.500 | 37    |
| (employés, commerçants, agriculteurs). |        |       |
| Salaires .....                         | 11.500 | 41    |
|                                        | <hr/>  | <hr/> |
|                                        | 28.000 | 100   |

Mais il ajoute que, la Belgique consommant plus qu'avant-guerre, ses revenus doivent être plus considé-

rables et plus que proportionnels à la dépréciation du franc. Il croyait même le chiffre de 30 milliards probable et envisageait pour un avenir prochain ceux de 32 et, même de 35 milliards.

De fait, d'après M. Despret, Président de la Banque de Bruxelles, qui avait proposé d'alimenter par un impôt nouveau appelé « l'impôt-journée » un fonds spécial destiné au service de l'emprunt de stabilisation, les divers revenus en 1925 se seraient répartis comme suit :

|                              | Francs |       |
|------------------------------|--------|-------|
|                              | —      |       |
| Fortune acquise .....        | 5.000  | 15    |
| Revenus professionnels ..... | 15.000 | 47    |
| Salaires .....               | 12.000 | 38    |
|                              | <hr/>  | <hr/> |
|                              | 32.000 | 100   |

Pour 1927, M. Baudhuin, tout en réclamant « des licences de révision plus larges encore que pour 1924 », propose l'évaluation suivante :

|                              | Francs |       |
|------------------------------|--------|-------|
|                              | —      |       |
| Fortune acquise .....        | 8.850  | 21    |
| Revenus professionnels ..... | 15.000 | 37    |
| Salaires .....               | 18.500 | 42    |
|                              | <hr/>  | <hr/> |
|                              | 42.350 | 100   |

M. Baudhuin ajoute que ce revenu de 42 milliards ne constitue qu'une étape. Au fur et à mesure que la Belgique s'adaptera au taux de stabilisation, ses revenus doivent monter. Ni les salaires, ni surtout les traitements et bénéfices professionnels ne sont à leur niveau définitif.

Quelque opinion que l'on puisse professer sur leur approximation, ces chiffres ont du moins le mérite de mettre en évidence une des plus importantes évolutions d'après-guerre, dans laquelle le facteur monétaire a joué le principal rôle : *le Déplacement des Fortunes et des Revenus*.

Au cas où l'on ne s'en serait pas suffisamment avisé

auparavant, les expériences monétaires d'après-guerre, parmi les vérités qu'elles ont permis d'acquérir, enseignent que toute variation de la valeur de la monnaie, dans quelque sens qu'elle se produise, équivaut à un transfert de richesses au profit des uns, au détriment des autres.

Le déplacement des fortunes est assez difficile à caractériser, mais il est de notoriété publique qu'en Belgique, comme ailleurs, il y a de nouveaux riches et de nouveaux pauvres, et, en ce qui concerne les revenus, la seule vraisemblance suffit à rendre sensible que, si la monnaie se déprécie, le rendement des capitaux doit, d'une manière générale, diminuer et que le travail devient pour tous la grande ressource, parce qu'il permet de vendre, au cours du jour, une chose dont tout le monde dispose : des services.

Plus qu'à toute autre époque, le travail est donc le nombre et, puissante déjà de ce chef, la principale armée du travail, celle des ouvriers, a su, — par une action syndicale accrue, par la présence de Ministres socialistes au Gouvernement, par l'adoption du suffrage universel à 21 ans et d'un mode de recrutement du Sénat plus démocratique, d'où sont sorties des Chambres plus orientées à gauche, — profiter des événements pour réaliser toute une série de conquêtes (1), dont nous avons enre-

---

(1) L'effort d'amélioration des conditions de l'ouvrier ressort bien des dispositions législatives et étatiques suivantes, malgré les difficultés du Trésor :

a) Loi du 31 août 1920, sur les pensions de vieillesse, modifiée et complétée en 1924.

b) Arrêté du 30 décembre 1920, instituant le Fonds National de crise.

c) Loi du 24 mai 1921 abrogeant l'article 310 du Code pénal, réprimant les atteintes au libre exercice de l'industrie et du travail et garantissant la liberté d'association.

d) Loi du 14 juin 1921 instituant la journée de huit heures et la semaine de quarante-huit heures, dont une disposition porte que « la diminution de la durée du travail résultant de l'application de la loi ne peut, en aucun cas, entraîner une diminution de salaire », loi très strictement observée en Belgique. A noter, dans le même sens, l'institution déjà signalée des Commissions paritaires pour résoudre les conflits du travail et la distribution de secours de chômage, même en cas de grève, confiée aux Syndicats ouvriers, qui s'en font un moyen de propagande et n'opposent aucun frein à la désertion du travail.

gistré un certain nombre, et parmi lesquelles figure, en bonne place, la généralisation de l'échelle mobile des salaires en fonction de l'index des prix, si bien que, grâce à une augmentation de son prélèvement dans le partage du produit de l'activité industrielle et commerciale au détriment des capitalistes ou des épargnants, l'ouvrier, tout en travaillant et produisant moins, vit mieux qu'autrefois. Son « standard of life » s'est élevé alors que sa volonté de produire a diminué. Il est hors de doute que le rétablissement belge s'est effectué au profit de la population des travailleurs manuels, qui a gagné en prestige économiquement et politiquement.

Pour le surplus, la dépréciation monétaire a produit en Belgique le tamisage que l'on a partout observé derrière elle, et notamment en France. L'étude de l'économiste E. Mahaim sur « La Fortune et le Bien-Etre » (1) le précise explicitement et l'on peut résumer comme suit ses monographies successives. S'ils n'ont pas augmenté comme ceux des ouvriers, les revenus des commerçants n'ont pas non plus diminué; ceux des cultivateurs se sont, d'abord, sensiblement accrus, puis se sont maintenus; les professions libérales, après des jours difficiles, se sont, dans leur ensemble, rapprochées du niveau du jour; les employés sont restés en retard sur les ouvriers, donc sur la hausse des prix (2); quant aux fonctionnaires, nous l'avons dit, ils ont longtemps attendu des satisfactions et ne les ont obtenues que très partielles; enfin la classe moyenne et la classe riche ont senti la diminution des revenus tirés de la simple possession des biens, mais ceux de leurs membres qui ont pu exercer quelque activité productive y ont trouvé des compensations; enfin, les personnes ne pouvant vivre que de revenus fixes, tels que les pensionnés et les retraités, ont été durement éprouvées. En Belgique, comme en France, on peut les appeler, avec M. Germain

---

(1) *La Belgique restaurée.*

(2) Il est courant, en Belgique, qu'un ingénieur ne gagne pas plus qu'un ouvrier.



Martin (1), « les broyés de la vie »; ils ont été les grandes victimes de la chute du franc.

Toujours monétairement, il n'est peut-être pas sans intérêt, au terme de cet exposé particulier, de noter que la nouvelle relativité des revenus n'est pas sans influence sur le volume et la vitesse de la circulation. Sur le volume, car la réduction des revenus de la fortune acquise, souvent d'ailleurs réglée par chèques, ne compense pas l'augmentation des salaires qui sont nécessairement payés en billets. Sur la vitesse, car les sommes touchées par l'ouvrier ne rentrent pas dans le mouvement aussi rapidement que celles reçues par un commerçant ou un industriel.

Pour reprendre une image que d'autres concurrents ont suggérée à M. Baudhuin, on peut dire qu'en Belgique, les toutes premières années d'après-guerre passées, une lutte de vitesse s'est instituée entre la dépréciation monétaire et l'*Equilibre Budgétaire*. Ce dernier partant n'a pu rattraper le premier qu'au prix des accroissements d'*Impôts* que nous avons dits. Avec le nouveau classement des revenus, les caractères nouveaux qu'ont pris ces impôts sont certainement une des plus importantes conséquences des diverses perturbations d'après-guerre, parmi lesquelles, au premier rang, celle dûe à la monnaie.

La charge que représentent ces impôts mérite, d'abord, cette mention que « d'impondérable » autrefois, elle est devenue aujourd'hui un lourd fardeau (2), en sorte que si la charge par tête d'habitant a pu être dépassée en d'autre pays, du moins n'y en a-t-il probablement pas qui ait crû dans la même proportion (3).

---

(1) *Les Finances publiques de la France et la Fortune privée* (1914-1925).

(2) Au point de vue industriel, une enquête poursuivie par l'Association industrielle du Centre de la Louvière auprès de ses membres en janvier 1927 a établi, pour les entreprises considérées, que, lorsque le capital engagé percevait 100 francs, l'ensemble des charges et des impositions diverses absorbe 246 fr. 96.

(3) Dans le Bulletin d'information de la Banque Nationale de Belgique, M. Baudhuin vient de donner, il y a quelques jours, à ce sujet, les précisions suivantes :

D'autre part, et c'est là un des profits réalisés par la classe ouvrière, la répartition de la charge fiscale a subi une modification profonde. Les tableaux dits des « Prévisions de recettes fiscales » que nous avons donnés à l'occasion des budgets successifs tendaient précisément à permettre de suivre cette évolution dans le temps. Mais l'évolution réelle est plus profonde que celle qu'ils accusent (1).

Enfin, un changement important s'est produit dans la nature des impôts directs. Avant 1924, ceux-ci ne frappaient nullement les contribuables en proportion de leurs revenus, tandis qu'actuellement, l'impôt sur le revenu atteint très lourdement les revenus élevés, ceux plus modestes étant totalement ou partiellement exemptés.

De l'avis général, le revirement a été trop violent (2) et les impôts actuels pèsent avec abus sur une partie de la population. On se plaint à reconnaître en Belgique que des ajustements, des péréquations sont indispensables. Mais

---

Il évalue le total des impôts demandés en 1927 à la population belge à 8.410 millions de francs belges, soit à 20 % environ de l'ensemble des revenus nationaux. M. Baudhuin estime toutefois qu'il faut déduire du total des charges fiscales 2 milliards environ consacrés à l'amortissement parce que, dans le cas de l'impôt affecté au remboursement de la dette publique « l'actif national reste le même » et le capital remis en circulation par l'amortissement est restitué « à l'économie générale et aux entreprises ». Déduction faite de ces 2 milliards, la charge fiscale retenue par M. Baudhuin ressort à 6.410 millions de francs belges, représentant 15 1/4 % du revenu national.

(1) Nous rappellerons, en effet, que les publications administratives font traditionnellement rentrer dans les impôts indirects les droits de succession et ceux d'enregistrement, qui, au point de vue économique, sont des impôts directs sur la fortune acquise; en outre, l'assimilation aux impôts de consommation de la taxe de transmission n'est pas rigoureuse, car les denrées alimentaires étant exemptées, le commerce de détail n'étant pas frappé, la taxe grève surtout les produits industriels et ne se répercute pas aussi directement sur la masse de la population qu'un droit sur la bière ou sur le sucre; en dernier lieu, tous les droits de consommation n'ont pas la même importance pour la masse des consommateurs. Or, on constate que, parmi les droits d'accise, ont surtout été augmentés ceux qui frappent les articles de luxe ou de demi-luxe.

(2) Dès 1924, le Bulletin de Statistique et de Législation comparée (novembre), donnait ces précisions : « Des contribuables payant 2.000 francs d'impôts personnels en 1913 paient actuellement, comme « supertaxe seulement, plusieurs centaines de mille francs. Des statistiques faites dans l'agglomération bruxelloise montrent que, pour « des fortunes d'une importance moyenne, les impôts sont nominale-  
« ment de 40 à 60 fois plus élevés qu'avant guerre ».

les nécessités budgétaires demeurent supérieures et on ne les envisage, en général (1), que pour l'avenir et par paliers, c'est-à-dire par répartition sur plusieurs exercices. Le poids de la supertaxe était, cependant, tellement excessif pour les fortunes moyennes et grosses qu'en Avril 1927, le Gouvernement a fait voter par les Chambres une loi aménageant celle-ci et établissant des atténuations propres à mettre cet impôt, établi en 1919, en harmonie avec la valeur diminuée du franc. En outre, les dégrèvements accordés au chef de famille suivant le nombre de personnes à sa charge sont élargis, notamment en faveur des familles nombreuses, et les minima exonérés sont relévés ; mais, de l'aveu même, du Ministre des Finances, des modifications plus profondes restent à l'ordre du jour, et tout d'abord, si possible pour 1928. Il a fallu que les Ministres socialistes jettent leur autorité dans la balance pour rallier les députés de leur parti et emporter leur vote. Il est vrai qu'inversement, en Janvier 1927, et bien que le Gouvernement eût promis de ne plus créer d'impôt nouveau, M. Wauters, Ministre socialiste du travail, avait fait triompher l'institution à la charge des chefs d'entreprises, d'une taxe d'apprentissage (2) à l'instar de celle qui fonctionne en France. Le Ministre estimait son rendement à 11 millions, les industriels l'évaluent, au contraire, à une trentaine.

Les *Banques* belges au cours de l'après-guerre ont marqué une tendance à la concentration et accentué leur caractère industriel. Par là elles ont largement concouru à la reprise de l'activité économique et à la reconstitution des usines. Presque toutes ont procédé à des augmentations successives de leur capital, ajustements rendus nécessaires par le fléchissement de l'unité monétaire et

---

(1) Cependant, citons les aménagements suivants :

Réduction de la taxe sur les spectacles, sur les automobiles et sur les cigarettes. Relèvement de la taxe sur les essences. Modifications aux droits perçus en cas de fusions de Sociétés (ce dernier cas, pour faciliter ces fusions, notamment, celles des petits charbonnages ayant peine à subsister dans l'isolement).

(2) Quinze centimes par 100 francs de salaire.

par l'obligation de conserver une certaine proportion entre leur capital et leurs placements industriels. Le développement de leurs comptes-débiteurs, que nous avons constaté être plus sensible que celui de leur portefeuille-effets, donne à penser qu'elles financent plus la production que le commerce. Il est vrai que les comptes-débiteurs sont liés à l'emploi du chèque et que, par la vulgarisation que l'on sait de cet instrument de règlement en Belgique, les banques belges tendent à se rapprocher du système bancaire anglais.

L'évolution du taux de l'intérêt a reflété également, pour sa part, l'histoire monétaire. Réduit au lendemain de l'armistice par suite de l'abondance des signes monétaires, il commença à s'élever lorsque la hausse de toutes choses eût fini par absorber les fortes quantités de monnaie disponibles et que l'abondance monétaire eût graduellement cédé le pas à un certain resserrement. Les économistes ont depuis longtemps reconnu que la destruction des capitaux réels a pour corollaire fatal la hausse du taux d'intérêt des capitaux monétaires ; l'inflation peut la retarder, elle ne s'en produit pas moins, d'autant plus que ce taux comprend, en pareil cas, cette prime contre la dépréciation que nous avons signalée et qui s'accroît avec l'instabilité monétaire comme avec sa conséquence, l'évasion des capitaux. La stabilisation monétaire, par la sécurité qu'elle a apportée avec elle et l'afflux de capitaux qu'elle a produit devant, au contraire, déterminer une réaction dans le loyer de l'argent.

Cette évolution est traduite par les taux d'escompte

|                       |       |                       |       |
|-----------------------|-------|-----------------------|-------|
| 19 mai 1921.....      | 5 %   | 24 avril 1926 .....   | 7 %   |
| 7 juin 1922 .....     | 4,50% | 13 janvier 1927 ..... | 6,50% |
| 22 janvier 1923 ..... | 5,50% | 10 février 1927 ..... | 6 %   |
| 6 novembre 1925 ....  | 6,50% | 27 avril 1927 .....   | 5,50% |
| 30 novembre 1925 .... | 7 %   | 23 juin 1927 .....    | 5 %   |
| 12 mars 1926 .....    | 7,50% | 16 novembre 1927..... | 4,50% |

successifs de la Banque Nationale de Belgique (dont nous avons, par ailleurs, spécialement suivi la destinée propre), encore que ceux-ci, nous l'avons déjà observé,



tendent toujours à rester en relation avec le taux d'intérêt des Bons du Trésor.

La Suisse, en Décembre 1926, a informé ses collègues de l'*Union Latine* qu'elle considérerait cette association monétaire comme dissoute à la date du 31 de ce même mois. Aucun des pays qui y étaient partie n'a protesté : c'est dire qu'elle a atteint son terme, car, de son côté, la Belgique l'avait dénoncée, en Octobre 1926, lorsqu'elle a institué le belga.

Le belga, sceau de la réconciliation et de la nouvelle alliance de l'économique et du monétaire! Hier, la Belgique était le pays où ce qui coûtait en Allemagne un mark ou en Angleterre un shilling se payait un franc. Aujourd'hui la réforme, en dotant le pays, à l'avance, dit-on, d'un étalon modéré, convenant à une situation de fortune que la guerre a rendue plus modeste, prétend « conserver à la Belgique une condition indispensable à son rôle économique mondial : d'être un pays à vie à bon marché » (1).

Enfin, à titre documentaire, nous donnons, toujours d'après M. Baudhuin (2), le tableau « tout provisoire et tout approximatif » de la *Balance économique des comptes* en Belgique en 1927 :

DEBIT

---

|                                                           |       |
|-----------------------------------------------------------|-------|
| Arrérages de la dette extérieure.....                     | 1.500 |
| Intérêts des capitaux étrangers investis en Belgique..... | 500   |
| Voyageurs belges à l'étranger.....                        | 150   |
|                                                           | <hr/> |
|                                                           | 2.150 |
|                                                           | <hr/> |

---

(1) Louis Franck : Communication à l'Académie des Sciences Morales et Politiques.

M. Francqui, de son côté, avait déclaré le 26 octobre 1926 : « Le « Gouvernement belge a choisi une unité monétaire très petite. Dans « un pays donné, un train de vie tend toujours à s'établir d'après « le mètre de la monnaie. Avec son belga à 75 centimes, la Belgique « sera un pays de petite dépense, ce qui est nécessaire pour qu'elle « puisse produire à bas prix et exporter ».

(2) M. Baudhuin. *La stabilisation et ses conséquences* paru après l'achèvement de notre manuscrit.

CREDIT

|                                           |       |
|-------------------------------------------|-------|
| Indemnités allemandes de réparations..... | 700   |
| Revenus des placements à l'étranger.....  | 2.050 |
| Frets .....                               | 600   |
| Transit .....                             | 700   |
| Ouvriers à l'étranger .....               | 1.000 |
| Touristes étrangers en Belgique.....      | 1.500 |
|                                           | <hr/> |
|                                           | 6.550 |
|                                           | <hr/> |

Le crédit net est donc de près de 4 milliards 1/2 et compense amplement le passif de la balance commerciale.

Ainsi se trouverait confirmé ce fait déjà mis antérieurement en lumière que la balance des comptes belge est largement créditrice.

## CHAPITRE II

### CONSIDÉRATIONS COMPARATIVES ET FINALES

Il appartient, avant tout, aux cliniciens spécialistes des maladies monétaires, constamment penchés sur les cas fort divers qui s'en sont manifestés depuis la guerre, de relier « l'observation » de la crise belge, dont nous venons de tenter un essai, aux autres crises de l'espèce, car, de telles confrontations permettent seules de dégager un diagnostic général et des conclusions de principe. Sans entreprendre sur les verdicts de ces techniciens, nous voudrions, cependant, présenter, dans ces dernières lignes, les quelques réflexions personnelles qu'un tel rapprochement nous a inspirées.

Dès l'abord, la crise du franc belge apparaît, au même titre que celle du franc français, comme moyenne, c'est-à-dire, comme à distance intermédiaire entre la revalorisation de la livre et la chute du mark. Semblablement, la Belgique n'a pas su réagir immédiatement avec l'énergie de la Tchécoslovaquie, mais elle ne s'est pas abandonnée, non plus, avec la faiblesse de l'Autriche.

Cependant, si, en fait, l'épreuve qu'a subie le franc belge ne peut supporter aucune comparaison, — hormis celle du franc français —, ce n'est pas là affaire d'intensité; ce n'est pas davantage en raison de la diversité, de la complexité ou du particularisme des phénomènes partout observés. Ce qui met le franc belge hors de cause, c'est, comme on le sait, qu'il n'a pas joui de son libre arbitre. Puisque, dans toute son évolution malade, exception faite de ses périodes de stabilisation, il a subi le déterminisme du franc français, tout rappro-

chement qu'on en tenterait avec quelque autre devise ne serait qu'un leurre : similitudes, dissemblances, déductions d'ordre expérimental quelconques seraient au compte du franc français, le franc belge ne les ayant enregistrées qu'à travers lui et par voie de conséquence.

Les raisons techniques qui rendaient la place de Bruxelles tributaire, pour le change, de celle de Paris, avaient pour complément, on l'a vu, la suffisante ressemblance des milieux monétaires français et belge. Dans quelle mesure ils l'étaient effectivement, c'est la seule comparaison légitime qui puisse donc tout d'abord être soutenue. Comme, ensuite, celle des thérapeutiques qui leur furent appliquées. Et ce sont, dès lors, ces deux comparaisons générales dont, en terminant, nous proposons, dans leurs grandes lignes, une esquisse.

Outre que, ce faisant, nous donnerons satisfaction à ce réflexe instinctif par quoi l'on est toujours entraîné à rapporter les autres cas au sien propre, nous trouverons là l'opportune occasion de mieux apprécier la nature des liens, qui, pendant leur instabilité, ont uni le franc français et le franc belge et, au total, de faire une revue critique d'ensemble de l'histoire monétaire belge depuis la fin de la guerre, en face de l'histoire monétaire française.

Le processus de l'*Inflation étatisée* n'a pas été identique en Belgique et en France.

Si l'on excepte l'émission d'un milliard et demi consécutive à l'échec de la stabilisation de M. Janssen, qui a tous les caractères d'un accident, la Belgique a fait son inflation en une seule fois, de par l'échange des marks. En France, au contraire, rançon successivement des dépenses de guerre, des déficits budgétaires, du coût des réparations, de la hausse des prix, de l'affaiblissement de la confiance, bref de toute une série de charges ou de détresses, l'inflation française a commencé avec les hostilités et n'a atteint son maximum que par paliers.



Le tableau suivant (millions de francs), met en relief la situation respective des deux pays sur ce point à diverses époques

| DATES          | FRANCE      |         |                                |                                 |                        |
|----------------|-------------|---------|--------------------------------|---------------------------------|------------------------|
|                | Circulation |         |                                | Index<br>des<br>prix<br>de gros | Avances<br>à<br>l'Etat |
|                | totale      | indices | p. tête<br>d'habi-<br>tant (1) |                                 |                        |
| fin            |             |         |                                |                                 |                        |
| Juin 1914..... | 5.852       | 100     | 147                            | 100                             | Néant                  |
| Juin 1919..... | 34.427      | 588     | 876                            | 336                             | 23.237                 |
| Déc. 1924..... | 40.603      | 693     | 1.007                          | 518                             | 22.600                 |
| Déc. 1925..... | 49.932      | 853     | 1.230                          | 646                             | 34.650                 |
| Déc. 1926..... | 52.907      | 904     | 1.300                          | 640                             | 36.200                 |
| Oct. 1927..... | 54.699      | 934     | 1.344                          | 600                             | 24.850                 |

| DATES           | BELGIQUE    |         |                                |                                 |                        |
|-----------------|-------------|---------|--------------------------------|---------------------------------|------------------------|
|                 | Circulation |         |                                | Index<br>des<br>prix<br>de gros | Avances<br>à<br>l'Etat |
|                 | totale      | indices | p. tête<br>d'habi-<br>tant (1) |                                 |                        |
| fin             |             |         |                                |                                 |                        |
| Juin 1914 ....  | 1.007       | 100     | 131                            | 100                             | Néant                  |
| Juin 1919 ....  | 4.698       | 466     | 635                            | »                               | 5.800                  |
| Déc. 1924 ..... | 7.873       | 782     | 990 (2)                        | 566                             | 5.200                  |
| Déc. 1925 ....  | 7.568       | 751     | 946                            | 565                             | 5.200                  |
| Déc. 1926 ..... | 8.945       | 888     | 1.110                          | 860                             | 2.000                  |
| Oct. 1927 ....  | 9.985       | 991     | 1.231                          | 839                             | 2.000                  |

En d'autres termes, le recours aux avances de l'Institut d'émission fut de pratique courante dans notre pays pour subvenir aux trop grandes disettes du Trésor. En

(1) Ce quotient n'est donné qu'à titre documentaire, car nous avons déjà eu l'occasion de dire ce qu'il y a de factice dans un tel indice.

(2) Pour l'année 1924 et les suivantes, il s'agit de l'Union belgo-luxembourgeoise.

France, il y a deux plafonds, celui de la circulation totale et celui des avances à l'Etat; en tant que besoin, on les exhaussait ensemble ou séparément; on les crevait même, et s'il est arrivé qu'on les rabaissât, ce fut pour les surélever ensuite. En Belgique, la reprise des marks, opération massive qui eut sa fin en soi, fit établir un plafond aux avances de la Banque Nationale à l'Etat, mais la circulation totale n'en connut pas et il ne fallut rien de moins que l'échec de la stabilisation Janssen pour qu'on se trouvât acculé à transiger avec le principe, que les Gouvernements belges s'étaient imposé et auquel ils sont restés fidèles pendant cinq ans, de ne pas accroître les dites avances, même lorsque celles-ci eurent été réduites de 600 millions.

Vis-à-vis des avances de leur Institut d'émission à l'Etat, l'attitude de la France et de la Belgique a été semblable. Chez l'une et chez l'autre, on voit les Gouvernements prendre l'engagement solennel de les rembourser; puis, renouveler cet engagement, et, enfin, déclarer qu'il reste toujours au premier rang de leurs préoccupations, tous gestes auxquels chacun de ces Instituts applaudissait dans ses rapports, en y attachant, parfois un peu aisément, la valeur d'un accomplissement. Mais, chez toutes deux également, même impuissance, malgré certains versements isolés, à tenir pareil engagement, parce que, chez toutes deux, même méconnaissance de cette vérité première que la politique financière est la clé de la politique monétaire.

Bien que l'exemple de l'Angleterre illustrât sous leurs yeux que la condition essentielle de toute revalorisation était le rétablissement rapide, et coûte que coûte de l'équilibre des finances publiques, c'est précisément le *parallélisme général de leur politique financière* dans le sens opposé, qui a le plus contribué à l'unification extérieure de la confédération monétaire franco-belge.

Qu'on voie d'abord les *Budgets* français et belges. Quels qu'aient été leurs montants respectifs et l'ordre de

grandeur de leurs déficits, ils ont, dans leur évolution d'après guerre, suivi une marche semblable. Même en dehors de tout budget extraordinaire, ce sont des ressources exceptionnelles, c'est-à-dire d'emprunt, — et non des recettes permanentes suffisantes —, qui ont, pendant nombre d'années, servi à équilibrer les budgets ordinaires français et belges. Par dessus tout, de part et d'autre, l'équilibre de tout le plan budgétaire reposait mollement sur l'acquittement des réparations dont l'état constituait un simple compte d'attente à la charge de l'Allemagne. Mais, dans le réel, aucune fiction ne saurait tenir en souffrance la logique des choses et toute l'économie des finances publiques françaises et belges s'est vue bouleversée par la superposition aux budgets normaux d'une pièce annexe qui, chargée de tous les frais afférents à la reconstruction des régions dévastées ou aux réparations des dommages causés par la guerre aux personnes ou aux biens, y compris les intérêts des emprunts contractés pour y subvenir, était toute en porte à faux. En pareille matière, tout découvert, de quelque vocable qu'on le couvre, s'appelle techniquement déficit.

Dans les deux pays, les yeux ne s'ouvrirent que tardivement sur le mal redoutable qu'est un déficit aussi béant perpétué d'exercice en exercice. Dans l'un comme dans l'autre, l'effort fiscal ne fût entrepris que par degrés; pour s'y résoudre, les premiers symptômes de ce mal ne suffirent pas, il en fallut les premiers ravages et c'est seulement sur leur aggravation devant l'insuffisance des remèdes que cet effort, au prix d'ailleurs des mêmes labeurs, sera mené à terme.

En 1924, la lumière se fit, en effet, complète; les plus aveugles, comme les plus perspicaces, découvrirent seulement toute la gravité du cas : la carence allemande, en devenant totale, fut, à cet égard, révélatrice et l'on assista, chez nos voisins comme chez nous, à l'incorporation au budget ordinaire des « sommes avancées pour le compte de l'Allemagne », arrérages des emprunts de ré-

parations inclus. En 1925, l'unité budgétaire est enfin réalisée, ce qui signifie qu'il n'y eut plus, au sens d'avant-guerre, qu'un seul budget français et un seul budget belge, où toutes les dépenses, sans exception, étaient incluses et qui, sous cette forme simplifiée, posait le problème de l'équilibre dans des termes aussi indiscutables qu'impératifs.

Aux variantes d'exécution près, tout avait été commun : l'erreur, les progrès dans la voie de la saine doctrine et le retour à la vérité. Si l'on a dûment constaté que « l'action psychologique de l'équilibre budgétaire » s'était révélée immense » (1), cette commune attitude ne pouvait donc laisser, à l'endroit des deux devises nationales, qu'une même impression.

La *Dette publique* est l'autre écueil des finances de l'Etat. La France et la Belgique en firent encore la commune et similaire expérience. Le financement de la guerre pour la première ; puis, pour l'une et l'autre, semblables, entre tous les alliés, par leurs pertes « réelles », les charges de leurs réparations, l'insuffisance des prestations allemandes, les errements budgétaires, qui avaient laissé les déficits se superposer aux déficits, les acculèrent toutes deux à des emprunts pléthoriques et d'autant plus fatalement continus qu'ils servaient, non seulement à couvrir les dépenses, mais à payer les intérêts des dettes antérieures. La situation économique jointe à l'exaltation patriotique ainsi qu'aux espoirs de guerre et d'après-guerre leur permirent originellement à chacune, bien qu'avec des succès divers, des emprunts à long terme, mais non au delà de 1920 pour la France et de 1921 pour la Belgique. La hausse du change, des prix, des impôts mirent un terme à ces sortes d'emprunts tout autant que la diminution du crédit public, lié à la valeur de l'unité monétaire.

Les facultés de l'Etat ne s'étendirent plus alors qu'à

---

(1) Georges-Edgard Bonnet : *Les Expériences monétaires contemporaines.*



des emprunts à moyen terme (six et dix ans par exemple), par Bons du Trésor à taux de plus en plus élevés et, pour faire mieux, il fallut recourir à des personnes interposées, ici, le Crédit National, là, la Fédération des Coopératives de Guerre; ou bien tenter l'attrait d'une garantie de change.

Enfin, si, après le second mois de guerre, le Gouvernement français était entré dans la voie des emprunts à court terme en faisant quotidiennement appel à l'épargne et aux disponibilités à l'aide d'un titre qui devint extrêmement populaire sous le nom de « Bon de la Défense Nationale » et se perpétua dans la paix, la Belgique suivit l'exemple, avec ses « Bons escomptés ». L'inflation, qui avait mis dans les mains du public des moyens de consommation nouveaux, avait également accru ses possibilités de souscription aux émissions qui lui étaient offertes et les effets du Trésor, dans leur diversité, avaient, en particulier, pour objet de drainer vers les caisses de l'Etat, toujours à court d'argent, les excédents de la circulation. Bref, France et Belgique donnèrent à la Dette flottante un développement qui fit de leur Trésor une immense Banque de dépôts à vue et, surtout à terme. « Banquier du Budget », le Trésor était également devenu le « Banquier des Banquiers ».

En dehors des dettes dites « politiques », la Belgique fit appel dans des proportions beaucoup plus importantes que la France aux marchés étrangers, notamment à celui des Etats-Unis, et il existe entre elles cette différence intéressante que la France n'eut pas de dette flottante extérieure (1).

Au total, l'énormité des chiffres progressivement

---

(1) Après avoir donné, dans le corps de notre étude, les précisions désirables sur la Belgique, nous rappellerons ici, à titre documentaire, l'ordre de grandeur des chiffres français (milliards) :

a) En 1914 : Dette consolidée 30; Dette flottante : 2; Avance de la Banque de France : 0,2.

b) Fin 1918 : Totaux des emprunts intérieurs : 78; extérieurs : 27. Avance de la Banque de France : 17.

c) Fin 1927 : Dette intérieure consolidée : 180; à moyen terme : 30; flottante : 45. Dette extérieure a) politique : 32; b) com-

atteints rapproche là encore les deux pays : le plus audacieux anticipateur d'avant-guerre ne les eût pas hasardés, non plus d'ailleurs que tous autres qui nous sont devenus familiers. Mais, sur ce point également, la comparaison brutale des chiffres est moins instructive que la symétrie des procédés. Si la France, au cours des hostilités, les a tous épuisés, la Belgique les a repris à son compte après l'armistice, et toutes deux, jusqu'en 1926, ont continué à les exploiter de concert. Dans leur acquisition, les dettes publiques françaises et belges ont donc décrit la même courbe.

Si nous faisons converger ces diverses réflexions vers notre objet, nous en tirerons les mêmes déductions que l'opinion universelle, alors que se déroulaient devant elle, semblables dans leurs lignes essentielles, les premiers tableaux des vicissitudes monétaires française et belge après l'armistice. Au sortir de la guerre, France et Belgique ont bien eu pour même idéal la déflation et la réappréciation de la devise. « Il n'y avait à cela rien « d'étonnant. Des considérations d'ordre moral et d'ordre sentimental le justifiaient, dont il ne convient pas « de diminuer la valeur » (1). Mais, pleines d'illusions au début, indécises, ensuite, dans leurs intentions, maladroites, enfin, ou timides dans leurs gestes même les meilleurs, elles ont longtemps attendu le redressement du tour naturel des événements, que toute leur gestion financière était, cependant, de nature à contrarier. Bien plus, chez l'une et l'autre, il y eut une heure où la politique pure, sous sa forme socialisante et démagogique, vint tragiquement compléter sur le vif la liste des adversités susceptibles d'atteindre un billet de banque inconvertible. Sans but précis, ne vivant que de demi-mesures,

---

merciale 5. Avance de la Banque de France : 25. Total (y compris dépôts du Trésor, solde des comptes de chèques postaux, dette viagère) : 330.

(1) Georges-Edgar Bonnet, loc. cit.

elles se montrèrent incapables d'un effort décisif et, à vrai dire, jusqu'en 1925, leur politique monétaire a consisté à ne pas en avoir.

\*  
\*\*

Un jour vint, pourtant, où cette attitude négative ne fut plus de mise. Si le mal monétaire s'était révélé général après la guerre, généralement aussi il n'avait pas tardé à recevoir les soins qu'il réclamait. Seules, dans ces tentatives de guérison, la France et la Belgique, vers 1925, faisaient exception et ce ne fut, à vrai dire, que la force majeure qui les poussa à des résolutions viriles.

Devant la chute du franc français, la Belgique la première prit un parti et se décida à une certaine stabilisation. La France, alors, acheva de se singulariser et son franc, qui avait, pourtant, une autre conscience que le mark, sembla s'acheminer vers le suicide.

Enfin, les projets de M. Janssen ayant échoué, le franc français et le franc belge, après avoir atteint en juillet 1926 le paroxysme de leur crise depuis la guerre, sont *tous deux entrés dans la voie de la stabilisation* et le parallélisme observé dans la cause et dans l'évolution du mal se poursuivit dans les définitives réactions.

La première fut de tout subordonner au salut monétaire, comme quelques années auparavant, au salut de la patrie et contre le nouveau péril commun se dressèrent, d'abord, des *Gouvernements d'Union Nationale*.

Mais la situation requérait davantage et ces Gouvernements sentirent la nécessité de disposer de moyens de circonstances. Là où la délibération gagne à être secrète, la décision prompte et l'exécution immédiate, les régimes parlementaires sont en défaut, parce que les Assemblées multiplient les ébrutements et que la parole y domine l'action. Comme d'autres pays antérieurement, par exemple, l'Allemagne et la Pologne, quoique dans des conjonctures monétaires autrement graves, la France et la Belgique, chacune respectivement suivant le tempé-

rament propre à ces Assemblées dites de « Représentation Nationale », investirent donc les nouveaux Gouvernements de *Pouvoirs exceptionnels* (1), sauf à en recevoir compte par la suite.

Au cours des épreuves monétaires d'après-guerre, les théories de l'assainissement des finances publiques et de la stabilisation des devises nationales se sont vues formulées à tant de reprises et ont acquis une telle précision que les deux Gouvernements, passant à l'action, n'eurent aucune hésitation et firent d'autant plus usage des mêmes procédés techniques que leur passé était similaire.

Ils se hâtèrent d'abord vers le *Budget*. A ce budget dont on avait cherché à extirper le déficit, trop souvent avec plus de bonne volonté que de volonté; qu'on avait toujours plus équilibré nominalement qu'effectivement et que la dépréciation monétaire achevait sans cesse de compromettre, furent octroyés des ressources nouvelles d'impôts assez larges pour atteindre un « superéquilibre ». La loi du 3 août 1926 en France, les lois des 7 et 8 juin, puis du 17 juillet 1926 en Belgique, créaient, avec la même urgence, la première plus de dix milliards, les secondes un milliard et demi d'impôts nouveaux.

Grâce à ces ressources respectives, le budget français connu, enfin, non seulement l'équilibre, mais le « superéquilibre », alors que le budget belge, ainsi que nous l'avons déjà mentionné, restait déficitaire.

Chez l'une et l'autre, l'effort fiscal paraît, cette fois, avoir atteint le maximum (2). Pour ne pas avoir été davantage sollicitées antérieurement, les facultés contri-

---

(1) Il suffit de lire les textes des pouvoirs dévolus aux gouvernements français et belge pour apercevoir combien les seconds, — qui allaient jusqu'à la faculté de contracter des emprunts et d'aliéner des biens nationaux —, étaient incomparablement plus étendus que les premiers.

(2) En France, il s'est également produit un glissement manifeste des impôts indirects vers les impôts directs.



butives de chacun des deux pays sont alors épuisées, sinon dépassées. Mais l'inéluctable nécessité budgétaire interdit de faire merci; aujourd'hui de modestes aménagements, si l'on veut, mais, à demain ou à plus tard, les allègements (1).

(1) M. Baudhuin, dans le récent article que nous avons cité dans le chapitre précédent, établit une comparaison entre les charges fiscales belge, française et anglaise.

Si l'on estime le revenu national de la France à 150 milliards de francs français et à 46 milliards le montant des impôts recouverts durant l'exercice en cours pour le compte de l'Etat et de la Caisse d'amortissement, la proportion s'établit à 34,5 % dudit revenu, en tenant compte des impôts départementaux et communaux. Même en déduisant, comme il l'a fait pour la Belgique, les sommes consacrées à l'amortissement, M. Baudhuin estime encore à 30,5 % de notre revenu national la charge fiscale supportée par notre pays en 1927.

En se fondant sur une évaluation minutieuse du revenu national anglais, publiée il y a quelques mois et due à deux économistes de valeur, le professeur A. L. Bowley et sir Josiah Stamp, M. Baudhuin conclut qu'avec la perception de 630 millions de livres d'impôts pour le compte de l'Etat et de 160 pour les autres entités administratives, la charge fiscale anglaise dépasserait de très peu 20 % et en tenant compte de l'amortissement (50 millions de livres), elle tombe même à 19 %.

Finalement, M. Baudhuin résume le résultat de ses recherches dans le tableau suivant :

|                                                                | Belgique      | France        | Angleterre     |
|----------------------------------------------------------------|---------------|---------------|----------------|
| Population :                                                   |               |               |                |
| Habitants .....                                                | 7.800.000     | 40.900.000    | 44.000.000     |
| Revenu national :                                              |               |               |                |
| Dollars .....                                                  | 1.170.000.000 | 5.875.000.000 | 20.020.000.000 |
| Impôts d'Etat .....                                            | 210.000.000   | 1.800.000.000 | 3.300.000.000  |
| Quotité du revenu ..                                           | 18 %          | 30 1/2 %      | 16 1/2 %       |
| Impôts totaux .....                                            | 232.000.000   | 2.020.000.000 | 4.080.000.000  |
| Quotité du revenu ..                                           | 20 %          | 34 1/2 %      | 20 %           |
| Quotité du revenu<br>déduction faite de<br>l'amortissement ... | 15 1/4 %      | 30 %          | 19 %           |
| Par habitant :                                                 |               |               |                |
| Revenu en dollars ..                                           | 150           | 144           | 460            |
| Impôts d'Etat .....                                            | 27            | 44            | 75             |
| Impôts totaux .....                                            | 30            | 49            | 93             |
| Impôts totaux, dé-<br>duction faite de<br>l'amortissement ...  | 22,8          | 44            | 86             |

« L'histoire du contribuable anglais surchargé d'impôts n'est plus qu'une légende », écrit M. Baudhuin. Comparativement à l'ensemble des revenus nationaux, les charges fiscales de la France sont aujourd'hui beaucoup plus lourdes et celles de la Belgique, au moins les mêmes que celles de la Grande-Bretagne; donc, à plus forte raison, que celles supportées par les autres pays étrangers.

Tenant en main l'instrument du salut, les deux Gouvernements firent alors front à l'autre danger, celui de la *Dettes flottante*. Assainissement financier ne fut longtemps synonyme, en France, comme en Belgique, on l'a vu, que d'équilibre budgétaire. Aucun soin, même à l'occasion des projets de M. Janssen, on le sait également, n'avait été donné à la Dette flottante et, abandonné à lui-même, ce poids mort, ballotant à son gré, avait durement fait sentir aux deux pays le péril mortel qu'il contient et les avait lamentablement acculés aux expédients. Le second geste des deux Gouvernements de salut monétaire fut donc de s'alléger de ce fardeau. Pour pouvoir respirer, la Belgique, le 7 juin 1926, institue le « Fonds d'amortissement de la dette publique », puis le 31 juillet 1926, consolide sa dette flottante et la France, le 7 août 1926, crée la « Caisse de gestion des bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la Dette publique ». Fonds et Caisse, pour l'accomplissement de leur mission, furent pourvus de recettes spéciales, — voire, en France, constitutionnelles pour essayer de combattre la précarité naturelle à ces sortes d'organismes, ainsi que l'enseigne l'histoire.

Marquons, en outre, cette différence entre les deux institutions que la dotation du Fonds belge est une simple affectation budgétaire annuelle, alors que la Caisse française est pourvue de ressources spécialisées (recettes des tabacs, taxe complémentaire sur la première mutation), ce qui, au point de vue doctrinal, consomme la rupture de l'unité budgétaire, et un crédit budgétaire n'intervient qu'au second degré, c'est-à-dire en cas d'insuffisance seulement des ressources spéciales.

En Angleterre, les conditions d'émission des currency-notes, qui avaient fait de ce nouveau papier-monnaie l'instrument de mobilisation des dépôts bancaires, liaient étroitement le montant des premiers à celui des seconds. Les excédents ont donc été faibles et ce sont des pointes seulement qu'il s'est agi de résorber pour ramener le

volume des effets du Trésor à la capacité d'absorption des dépôts au point où les avait amenés l'inflation de crédit. L'ajustement s'est donc réduit à rembourser par des excédents budgétaires une partie de la dette flottante ou à en offrir la consolidation au public. Quant au renouvellement, il était normalement assuré par l'échéonnement des échéances, et, exceptionnellement, de même, par des absorptions bancaires toujours possibles et réalisées par le mieux offrant, notamment quant au taux d'intérêt.

Tout autre a été le cas de la France, de la Belgique et de l'Italie. L'inflation y a été produite ou consacrée par des recours directs de l'Etat à la Banque d'émission. Très généralement, le papier monnaie, puis les effets du Trésor n'ont pas été la contre-partie de dépôts bancaires. Le stade du compte-courant n'a guère existé et ce sont les dépôts eux-mêmes qui ont pris la forme des Bons du Trésor. Dans ces conditions, il n'existe plus dans le système bancaire, même au prix de certains ajustements, de possibilité d'absorption de ces titres.

La Belgique et l'Italie (1) ont résolu le problème par la *Consolidation* (2). Episode commun de leurs politiques monétaires qui s'opposent par ailleurs, notamment dans leurs buts, car si le franc belge a été stabilisé, c'est d'abord à la revalorisation que prétend son ancienne

---

(1) Parmi les publications sur les finances italiennes, citons tout particulièrement le magistral article de M. J. Compeyrot : *Finances fascistes*, dans la *Revue des Vivants*, de février 1927.

En 1924, M. de Stefani avait déjà tenté une consolidation de la dette flottante. L'opération avait échoué.

(2) A la suite du formidable effort fiscal demandé à l'Italie, le Trésor était menacé de demandes de remboursement qu'il n'était pas possible de couvrir par l'impôt. Le fonds de caisse du Trésor était tombé du 30 juin 1926 au 31 octobre 1926 de 2.800 millions à 62 millions.

Un décret-loi du 6 novembre 1926 a décidé la conversion obligatoire des Bons du Trésor ordinaire à 5 ans et à 7 ans en circulation au 11 novembre 1926 — (total: environ 20 milliards et demi de lire), — les bons à 9 ans conservant, au contraire, leur liberté de décision, contre un nouveau titre consolidé 5 %, exempt de tout impôt présent et futur et non susceptible de conversion jusqu'au 31 décembre 1936. Il n'y eut même pas en Italie la faculté de l'estampillage des Bons anciens comme en Belgique.

associée de l'Union latine, la lire, sous l'impulsion d'une politique dictatoriale et de prestige. Elle est donc l'objet d'une expérience monétaire quelque peu différente.

Les consolidations de MM. Francqui et du comte Volpi ont différemment réussi.

Les Banques belges ne traitaient qu'un nombre très faible d'effets du Trésor. A l'époque dont il s'agit, leur portefeuille-effets était inférieur à 3 milliards et c'étaient les comptes débiteurs, — 10 milliards environ —, qui formaient la contrepartie principale des dépôts, eux-mêmes d'un chiffre global de 7 milliards. En Italie, au contraire, il est à présumer que le portefeuille-effets des Etablissements de crédit contenait, au moment de la consolidation, un chiffre élevé d'effets du Trésor. Ce portefeuille pouvait être évalué à 9 milliards pour un total de dépôts de 13 milliards environ. La consolidation était donc une opération beaucoup plus aisée en Belgique qu'en Italie, car elle ne pouvait « geler », dans le premier de ces pays, que le tiers de la contre-partie des dépôts, alors que, dans le second, il pouvait s'agir des trois quarts des exigibilités à vue. En fait, la consolidation forcée, en Italie, a atteint si sérieusement la liquidité des banques que, les souscriptions en espèces admises à l'emprunt consolidé ayant été très réduites, le Gouvernement italien dut parer à la contraction monétaire résultant de l'embouteillage des Etablissements de crédit, en créant, avec de nouvelles ressources, un marché soutenu des titres consolidés, et, dans ce but, douze jours après la consolidation, c'est-à-dire, dès le 18 Novembre, lancer un nouvel emprunt consolidé — dit « l'Emprunt du Lictor » — plus avantageux que le précédent, puisqu'il correspondait au taux de 7 % (1).

A noter subsidiairement que, si le 3 Mars 1926, l'Italie avait créé une Caisse d'amortissement pour sa dette extérieure, qu'elle a également régularisée, elle n'a pas,

---

(1) Laborieusement, cet emprunt produisit 3 milliards.



en Novembre 1926, créé d'organisme semblable pour sa dette intérieure. Depuis lors, en Avril 1927, elle a comblé cette lacune.

En résumé, le succès de la consolidation en Belgique semble avoir tenu au caractère des banques de ce pays très unies aux affaires; d'où, au détriment du portefeuille, le développement de leurs comptes débiteurs, encore accru par l'emploi, fortement généralisé, d'un instrument qui, par compensation, réduit en même temps les exigibilités, le chèque.

Il convient de ne pas oublier, en outre, même si par suite d'heureuses circonstances, elle n'eut à jouer que très partiellement, la précaution prise par le Gouvernement belge contre le danger que vécut l'Italie de voir enlever à l'économie nationale des disponibilités nécessaires et qui consista dans l'émission au profit des Etablissements de crédit de Bons spéciaux à 7 % donnant droit à des avances de la Banque Nationale (1).

Si les banques étaient peu chargées en Bons du Trésor à court terme, c'est que ceux-ci étaient très répandus dans le public et que la très grande majorité de leurs souscripteurs avaient entendu faire un placement véritable et non un dépôt remboursable à vue. Dans ce pays économe qu'est la Belgique, inclus dans les portefeuilles privés, ils représentaient essentiellement de l'épargne latente, à telle enseigne que, depuis 1922, ils comportaient 2.800 millions de petites coupures uniquement.

L'enseignement véritable à tirer de l'épreuve belge et de la contre-épreuve italienne en cette matière est, donc, que le meilleur, et pratiquement, le seul dissolvant de

---

(1) Le rapport de la Banque Nationale de Belgique pour l'année 1926 donne également cette note intéressante :

« Bien que des mesures aient été prises par la Banque Nationale conjointement avec d'autres organismes, à l'effet de venir en aide aux porteurs les plus dignes d'intérêt, les facilités de crédit consenties sur Bons du Trésor 5 % ou sur Bons transformables en actions privilégiées des Chemins de fer, n'ont jamais atteint qu'un montant négligeable. Au 31 décembre 1926, elles n'atteignaient pas 2 0/0 du capital consolidé. Cela prouve incontestablement que la mesure a été bien supportée par l'économie nationale ».

toute dette flottante, c'est l'épargne. Une dette flottante pour pouvoir être fixée, ne doit pas être ou doit cesser d'être un réservoir de disponibilités et, pour se prêter à résorption, soit en une fois, soit progressivement, doit s'intégrer de son propre fait ou par l'effet d'une politique financière suivie, non dans le système bancaire ou le marché monétaire d'un pays, mais dans les réserves qu'y constituent les économies individuelles.

Or, c'est là, proprement, caractériser l'aspect le plus urgent du problème français de la dette publique, tel qu'il a été confié à un organisme spécial. Instruments courants dans notre pays de l'utilisation temporaire de toutes les disponibilités monétaires, les Bons de la Défense Nationale, depuis le début de la guerre, représentaient la trésorerie liquide de presque toutes les entreprises financières, industrielles et commerciales. Outre qu'en soi cette opération répugnait à la grande majorité de l'opinion, qui était d'accord avec M. Poincaré pour que l'Etat restât « honnête homme », leur consolidation obligatoire aurait provoqué un arrêt catastrophique de l'activité nationale et porté au crédit de l'Etat une atteinte non moins désastreuse, au moment même où le redressement monétaire réclamait la confiance publique. L'assainissement, ici, ne pouvait donc consister qu'à réajuster les échéances de la dette flottante aux possibilités normales du marché monétaire supposé stabilisé.

La dette flottante belge ayant donc été presque entièrement consolidée, le « Fonds d'Amortissement » belge a amorti, alors que la « Caisse française de gestion des Bons de la Défense Nationale » a, au contraire, géré. « L'amortissement de la dette publique », son second objet, viendra ensuite. On sait avec quel succès elle a jusqu'ici aménagé les échéances, même au prix d'un accroissement de volume de l'ensemble, de telle sorte que, suivant la conclusion de M. Palmade, dans son rapport sur le budget des finances pour 1928 « il y a allègement du flottant, consolidation ; mais l'amortissement « n'existe encore qu'en puissance ».

Les préliminaires de l'assainissement financier une fois achevés en Belgique, des conversations s'engagèrent entre Bruxelles et Paris, et M. Francqui rendit plusieurs visites à M. Poincaré. Si, d'un côté, en effet, l'économie luxembourgeoise, soumise au régime du franc belge, exerçait une pression de plus en plus vive sur la Belgique, pour posséder une monnaie stable, le cabinet Jaspar, donnant une juste interprétation à l'intimité des intérêts économiques franco-belges, ainsi qu'à la similitude de leurs épreuves financières, conscient en un mot de l'étroite solidarité existant entre les devises française et belge, tint à exposer au Cabinet Poincaré ses intentions et aussi à le sonder sur les siennes.

De cet échange de vues, il est publiquement résulté que, au bénéfice toutes deux d'un budget en équilibre et d'une dette flottante pratiquement neutralisée, la Belgique a donné un « statut légal » à sa devise, sans attendre la France et que cette dernière s'est bornée, jusqu'à présent, à servir toutes les demandes et toutes les offres de devises à un cours fixe, par l'intermédiaire de la Banque de France, depuis le 23 Décembre 1926, jour où celle-ci en fit la déclaration en séance de Bourse. Ainsi donc, d'un côté « *stabilisation de droit* », avec le concours des grandes Banques d'émission étrangères et un emprunt de 100 millions de dollars, auxquels sont venus s'ajouter les apports naturels de devises que nous avons dits; de l'autre, simple « *stabilisation de fait* » à l'aide d'une masse de manœuvre (1), laissant loin derrière elle les 200 millions de dollars fixés par le Comité des Experts, puisqu'elle représente approximativement 1 milliard et, recueillie par le seul jeu de l'offre et de la

---

(1) A l'exemple de l'Allemagne, qui est d'ailleurs revenue assez rapidement au système de la circulation d'or plus ou moins libre, la France (comme la Belgique, ainsi que nous l'avons antérieurement noté), est ainsi mise au régime de la « Goldkernwährung », et c'est dans notre pays que les circonstances ont conduit à faire l'expérience la plus poussée d'une formule dont une des conséquences est, parfois, de créer une inflation de crédit sur le plan international : un tel phénomène a été précisément observé au courant de l'été 1927.

demande, en dehors de tout concours extérieur. *Pourquoi* donc la France, même un an après, n'a-t-elle pas suivi l'exemple de la Belgique?

Nous ne pouvons que résumer ici les réponses que comportent cette question (1).

Les raisons de fond se rattachent, d'une part, au contrôle effectif que la Banque de France serait actuellement en mesure d'exercer sur les billets émis par elle, et à la politique financière extérieure de la France, d'autre part.

Tout d'abord, si améliorée que soit la situation de l'Institut d'émission, il est facile de voir, bilan en mains, que pour une stabilisation définitive au taux actuel et en l'absence de tout nouvel emprunt extérieur, l'avance à l'Etat après réévaluation de l'encaisse, subsisterait encore, suivant la situation des dépôts du Trésor (2), pour un montant de 10 à 15 milliards qui représente 18 à 27 % de la circulation, et ce serait là un résidu d'inflation encore important, un lien, relâché sans doute, mais encore trop visible entre le crédit de la Banque de France et de l'Etat. Evidemment, sur ce point, le multiplicateur 7 est plus favorable que le multiplicateur 5.

Quant à la politique financière extérieure, ensuite, elle est tout entière liée au règlement des dettes intéralliées. Il est essentiel qu'une question qui a, parfois, contenu quelque chose d'irritant, ne vienne pas susciter sur les marchés financiers internationaux de la mauvaise humeur, voire de l'hostilité, au moment où une atmosphère de confiance internationale est indispensable. De plus, une solution préalable de ce règlement peut seule permettre d'obtenir, sous le couvert de crédits étrangers

---

(1) Parmi les publications parues sur ce point, nous citerons les articles de M. Frédéric Jenny, dans les numéros du *Temps* des 27 février et 26 septembre 1927.

(2) Ces dépôts sont actuellement de l'ordre de 6 milliards. Retirés, ils seraient remplacés par l'augmentation des avances à l'Etat sous forme de billets, ce qui est possible puisque la marge jusqu'au plafond correspondant est aujourd'hui de 7 milliards et demi.



en faveur de la Banque de France, des moyens de défense insurmontables, garanties si nécessaires que la Grande-Bretagne elle-même, malgré la puissance de ses moyens financiers, se les est assurés avant de rétablir l'étalon-or, et, garanties en même temps essentiellement conformes au régime de coopération des divers Instituts d'émission qui, en faveur aujourd'hui, a porté les problèmes monétaires nationaux sur le plan international.

Sur ces deux points fondamentaux, la situation actuelle de la France est en opposition avec celle de la Belgique.

Des motifs de prudence viennent les compléter. Il est rationnel, par exemple, de soumettre à l'épreuve du temps, à travers l'évolution économique due à la nouvelle tenue du franc, l'équilibre budgétaire, l'équilibre de la Trésorerie et l'équilibre de la Balance des comptes, recouvrés ou maintenus et la stabilité des prix, qui est un but de l'opération aussi capital que la stabilité du change. L'aspect politique du problème invite, également, à la temporisation. A certaines heures, la trêve du franc apparaît toute de surface et, dès le mois de Février 1927, M. Poincaré parlant à la Chambre de la stabilisation disait : « Y a-t-il un homme qui puisse espérer le faire avant la fin de la législature » ? Bref, c'est l'économie nationale toute entière que l'action apaisante du temps doit rendre semblable au miroir sans ride d'une eau tranquille.

Même sous forme de silhouette, nous voyons donc se dérouler ici, dans un cas concret qui nous touche de près, ce cortège des stabilisations que le début de cette étude avait théoriquement évoqué et qui est conduit par la Confiance. « L'expérience Poincaré », a-t-on dit, « est une spéculation sur la confiance nationale et internationale ». En cela elle rejoint, par une autre voie, l'expérience Francqui.

« Durer, tout est là » déclarait précisément M. Francqui en cette date désormais historique pour la Belgique

du 26 Octobre 1926, et c'est bien, en effet, dans la durée que ces deux expériences cherchent leur consécration, l'une déjà avant la lettre, et l'autre uniquement après. Si la théorie pose bien les conditions que doit remplir un taux de stabilisation pour être le meilleur, on est, à vrai dire, ici, comme dans toutes les manifestations de la vie, en pleine matière expérimentale, et, par approximations successives, s'il y a lieu, en tous cas, par un essai prolongé de préstabilisation, il est plus réaliste de contrôler les réactions et de mesurer les résistances de l'économie nationale.

« L'idéal, pour une stabilisation monétaire », a écrit M. Baudhuin, « c'est de consacrer une situation de fait, telle que rien ne doive changer dans le pays. Il faut s'approcher de cet idéal autant que possible. »

Entre la France qui sonde préalablement le terrain pour donner à son statut légal une base éprouvée et la Belgique qui a édifié le sien propre avant toute épreuve et a spéculé sur un tassement naturel du support, il y a une différence capitale de méthode qui mérite d'être soulignée. L'intérêt de la distinction apparaît tout particulièrement en cas d'échec. Les tâtonnements d'une préstabilisation sont peu onéreux ; tout au contraire, l'avortement d'une stabilisation légale entraînent de grosses pertes qui obligent le pays à recourir « à prix d'or » à l'étranger et, partant, à en subir éventuellement un certain contrôle.

Résumant un exposé antérieur, nous rappellerons que le problème consiste essentiellement à concilier une révalorisation aussi élevée que possible de la monnaie nationale avec les nécessités économiques, les réalités financières et les exigences de la justice dues aux diverses classes sociales. Ainsi est-il prudent, pour éviter de graves aléas, de ne pas stabiliser en un point qui devrait logiquement entraîner la baisse du coût de la vie et des salaires nominaux ; de même convient-il, vis-à-vis des créanciers et des débiteurs, de chercher à maintenir ou

à rendre à la majorité des conventions la valeur qu'elles avaient lorsqu'elles ont été conclues.

Si la Banque de France, d'accord avec le Gouvernement français, a arrêté la chute de la livre sterling au cours de 124 francs, c'est que, vraisemblablement, ce taux a été considéré comme correspondant approximativement à la situation du moment. D'où certains regrets belges. « Vous ne pourrez empêcher les gens de regarder mélancoliquement du côté de la France » disait un orateur au Sénat (1) pendant la discussion du rapport sur les pleins pouvoirs. Si le franc belge n'eût pas été stabilisé à 175 francs pour une livre, nul doute que le franc français ne l'eût pas entraîné dans son sillage *jusqu'aux environs du cours de 125*. Mais, encore que l'avenir seul dira si ce taux deviendra en France celui d'une stabilisation légale, *on peut se demander s'il eût été approprié à la Belgique*. En un mot, le problème de conciliation que nous avons posé il y a quelques lignes pouvait-il être résolu dans les deux pays par le même compromis ?

C'est ici qu'il est utile de pénétrer dans leur intimité et de faire apparaître en quelques touches, leur différence de structure. La France, réservoir national beaucoup plus vaste, et partant, plus amortisseur de remous, est certainement mieux dotée par la nature que la Belgique. Pays agricole, elle détient une puissance rurale qui, pour l'alimentation, la rend infiniment moins tributaire de l'étranger que sa voisine. Elle possède dans son sous-sol des richesses supérieures et ses chutes d'eau la mettent ici hors de comparaison. De même son domaine colonial. Son industrie, exceptionnellement transformatrice, est surtout génératrice de produits finis et spécialisés. Son commerce possède des branches sans pareilles en territoire belge. toutes celles du luxe par exemple.

---

(1) M. Van Overbergh, séance du Sénat du 2 mars 1927. Il disait encore à la même occasion : « Si nous avions attendu, nous aussi, « n'aurions-nous pas pu stabiliser à ce même taux de 125 francs « et n'aurions-nous pas sauvé deux septièmes de la valeur du franc ?

Bref, son tissu industriel et commercial se présente comme beaucoup plus diversifié que celui dont est fait le labeur belge, et enfin, sollicités par mille attraits, dont ses villes d'eau, un très grand nombre de touristes étrangers la visitent annuellement. Autant d'avantages qui portent sa Balance des comptes.

Dans une mesure plus forte que la Belgique, la France a une puissante fortune consolidée. La Belgique est économe, mais la France l'est encore davantage. Comme on pressait M. Francqui de s'intéresser aux rentiers sacrifiés par la stabilisation, il s'écriait : « Des rentiers, nous n'en avons pour ainsi dire pas ». La stabilisation française rencontre, au contraire, devant-elle une armée de rentiers modestes qui trouvent dans les fonds d'Etat un complément nécessaire à leur existence. Mais il y a, en contre partie, le bataillon des retraités et, plus nombreux que chez aucun des alliés de la guerre, en valeur à la fois absolue et relative, celui des pensionnés.

La Banque de France détient une réserve d'or beaucoup plus importante que la Banque Nationale de Belgique, et le pays lui-même, — le récent rachat des espèces d'or et d'argent l'a suffisamment prouvé —, avait, du côté français, conservé des quantités appréciables de monnaies métalliques, alors que celles-ci déjà avant la guerre, faisaient défaut du côté belge.

Bref, s'il est possible que la France puisse trouver en elle-même des ressources propres à reconstituer comme réserves une somme de richesses suffisantes pour révaloriser sa monnaie jusqu'à 125 francs pour une livre, et peut-être au delà, ce n'était pas, de par la nature des choses, absolument certain pour la Belgique, même avec le concours de capitaux étrangers. Peut-être cependant lui eût-il été possible d'atteindre le cours de 150 (1).

---

(1) M. Baudhuin, dans son ouvrage sur *La Stabilisation et ses conséquences* paru après l'achèvement de notre manuscrit, confirme ainsi cette conclusion :

« On se plaçait en Belgique le point de stabilisation rationnelle ?  
« L'index était à 700 quand l'opération fut décidée ; pour le mettre



Quant à la sagesse (1) et à l'effort dont chaque peuple était capable dans cette ascension vers le meilleur étalon-or, nous laissons à de plus avertis le soin d'en décider.

Appréciée sous le jour que ces dernières lignes ont, à leur tour, essayer de projeter sur la stabilisation belge, cette opération apparaît finalement comme une solution moyenne entre l'extrême bien et l'extrême mal. L'histoire, les affaires, la vie courante offrent en abondance des exemples de situations où à un avenir, peut-être recéleur d'une meilleure fortune, mais spéculatif, un « tiens » honnête, une assurance contre la menace d'un risque futur, voire même contre le retour d'un risque déjà encouru, ont paru préférables. C'est dans l'un, puis dans l'autre cas, pareille assurance que M. Janssen, d'abord, M. Francqui, ensuite, entendirent prendre par la stabilisation du franc belge. Ceux qui, en Belgique, éprouvent des regrets en voyant le franc français à 125 francs doivent se consoler en pensant que c'est seulement à la faveur de sa meilleure tenue qu'a pu être édifié le seul barrage capable de tenter, au profit du franc belge, une résistance à l'entraînement dudit franc français, si celui-ci venait à s'effondrer de nouveau.

---

« au niveau-or de 120, ce qui paraît judicieux, il fallait placer la livre  
« vers 145, allons même jusqu'au cours rond de 150 francs. Ce  
« niveau laissait une marge de hausse aux prix intérieurs, hausse  
« qui n'aurait pas affecté l'index parce qu'elle eût été compensée  
« par la baisse des produits importés. En ce qui concerne les sa-  
« laires, le taux de 150 était bon ; il n'aurait pas exigé de réduction.  
« Au contraire, des relèvements devaient s'imposer encore.

« Ce taux de 150, notons-le, est à nos yeux un taux de sécurité.  
« Si nous n'avions pas connu les désastres du printemps 1926, si  
« nous n'avions pas eu la menace de la dépréciation nouvelle du  
« franc français, si nous avions eu la certitude de l'afflux des capi-  
« taux, nous eussions pu remonter bien davantage. Mais il impor-  
« tait de ne plus s'aventurer en quoi que ce soit, et de se tenir dans  
« une position qui ne comportait plus de risque ».

« Comme nous l'avons dit dans notre exposé historique, le taux  
« de 150 pouvait être atteint au moment où l'on a stabilisé. Nous  
« y aurions été si, depuis la fin septembre, les achats de devises  
« étrangères contre des billets avaient été moins copieux. Mais on  
« était alors décidé à ne pas descendre plus bas que 175.

(1) Exemple : La Chambre belge a transformé en Société à bénéfice la Régie des Chemins de Fer. La Chambre française a repoussé une opération financière dont le pivot était le Monopole des Allumettes.

L'évolution des *Prix* en France pendant les années de crise monétaire confirme pleinement les conclusions que suggère en Belgique la même observation. La comparaison de cette évolution dans les deux pays en 1926 et 1927 en apporte, de son côté, une nouvelle illustration.

Compte tenu de la différence existant entre les formules belge et française afférentes aux prix de gros, l'index belge de l'espèce, au début de 1926, était inférieur à l'index français. Quoique dans des mesures différentes, tous deux ont été entraînés par la hausse jusqu'en Août et Septembre 1926 pour baisser depuis lors, le premier irrégulièrement et lentement, le second régulièrement et plus profondément. Une fois de plus, ce n'est là, dans l'ensemble, que l'histoire du change traduite et écrite par les prix de gros.

Quant aux prix de détail, en relation avec la structure économique de chacun des pays, l'index, au début de 1926, en était plus bas en France qu'en Belgique. A la remorque des prix de gros en France, il en a, par sa hausse, puis par sa baisse régulière, reproduit les variations.

En France comme en Belgique, après la crise du change de l'été 1926, les prix-or de détail ont monté avec la reprise du franc, mais ils n'ont cessé, dans le premier de ces pays de baisser et dans le second de monter avec les prix intérieurs, car la hausse de ceux-ci y a été jusqu'à présent continue.

Encore que, ni chez nous, ni chez nos voisins, prix de gros et prix de détail n'aient atteint de palier, déjà de part et d'autre, le jeu de leurs index laisse bien, une fois de plus, cette impression que le meilleur moyen de leur communiquer un mouvement uniforme sur un même plan est la stabilisation du change qui, décidément, est un phénomène presque autonome.

De même, avec les correctifs spécifiques qu'elle comporte, la théorie de la parité des pouvoirs d'achat trouve ici sa vérification. C'est, à la fois, parce qu'en France,

il y a eu revalorisation et fixation du change à un niveau sensiblement équivalant à celui de la rencontre des « cours mondiaux » avec les prix intérieurs que ceux-ci sont en baisse régulière, malgré la surcharge fiscale. C'est au contraire, en Belgique, à l'absence d'effort de revalorisation et à la fixation du change en un point consacrant un important décalage avec les « cours mondiaux » qu'est due l'ascension continue des prix intérieurs.

Pratiquement ces phénomènes ont entraîné en France une certaine crise industrielle, aujourd'hui d'ailleurs en voie d'atténuation, et n'en ont pas ou n'en ont pas encore provoqué en Belgique. Mais ce n'est là qu'effet momentané, alors que le choix du taux de stabilisation laisse sur l'économie nationale une empreinte qui se perpétue dans le temps.

Telles sont les principales réflexions que nous a suggérées la comparaison des crises française et belge.

Le rapprochement pourrait sans doute être étendu et approfondi.

... Mais cela, c'est une autre thèse.

## EPILOGUE

Ici se termine l'histoire *du franc belge* que nous nous étions proposé d'écrire.

Sur de nouvelles assises la Maison est reconstruite ; certains renforcements s'imposent, cependant, encore, et de même certains prolongements, qui tous réclament le concours des années. Les aménagements intérieurs, fortement avancés déjà, y sont poursuivis avec ténacité. L'ordre y renaît, et chaque jour davantage, son train tend à devenir, de nouveau, régulier. Malgré tout, bien des cicatrices demeurent et la douceur de vivre en a disparu.

Mais, s'il faut en croire certains bruits, voici que celui qui, pour présider à tous les échanges et mesurer toutes les valeurs, en était le génie familial, le franc belge, va mourir. Un collaborateur lui a été donné qui, murmure-t-on, doit être son successeur.

A l'heure même où, dans le vieux continent, un esprit et un langage nouveaux, dits « européens », cherchent à se répandre, les devises individuelles, par un singulier contraste, visent partout à l'individualisme. C'est à ce goût moderne qu'est dû le belga, dont le nom seul sonne le ralliement national, en wallon comme en flamand et, bien que la solidarité des devises belge et française ait des causes plus profondes qu'une similitude d'appellation, le belga, emblème de vie bon marché, à l'intérieur, est à l'extérieur, symbole d'indépendance... Et singulièrement, si le français s'effondrait, symbole d'affranchissement.

Ce mutilé à 85 % qu'est le franc belge serait donc condamné. Après avoir rompu avec son frère aîné, le franc français, il irait, tôt ou tard, rejoindre dans la



tombe leur père commun, le franc-or et d'aucuns songent déjà secrètement à lui élever un monument funéraire.

Qui sait, cependant, s'il n'est pas tellement intimement lié au patrimoine national qu'en dépit de sa diminution et malgré l'empressement du nouveau venu, il n'y puise encore, à travers les racines d'un usage séculaire, vitalité et longévité. Et pour peu que son frère français maintienne suffisamment l'honneur du nom, le prétendant n'aura pas à déployer ses couleurs particularistes.

Dès lors, ce sont ses fidèles qui devraient dresser une pierre au franc belge pour marquer la fin de sa crise et dire, à son honneur, que, même touché, il n'a jamais cessé de remplir l'essentiel de ses fonctions. En ce cas, c'est de ce très simple monument d'histoire monétaire que, sans prétendre à l'originalité, nous étant borné à assembler, avec un peu de ciment personnel, des matériaux préparés par d'autres et, le premier, conscient de toutes les malfaçons qu'elle comporte comme de toutes les ciselures qu'elle réclame, nous osons proposer ici une modeste ébauche.

Paris, le 31 octobre 1927.

Vu :

*Le Doyen,*  
BERTHELEMY.

*Le Président de Thèse,*  
WAHL.

Vu et permis d'imprimer :

*Le Recteur de l'Académie de Paris,*  
CHARLETY.

## BIBLIOGRAPHIE SOMMAIRE

- Germain MARTIN. — Les Finances Publiques de la France et la Fortune Privée.
- NOGARO. — La Monnaie et les Phénomènes Monétaires Contemporains.
- Gaston JÈZE. — Traité de Science des Finances.
- Georges-Edgard BONNET. — Les Expériences Monétaires Contemporaines.
- INSTITUT DE SOCIOLOGIE SOLVAY. — La Belgique restaurée.
- F. BAUDHUIN. — La Structure Economique de la Belgique.
- Henry LAURANS. — Le Relèvement Financier de la Belgique et ses Conséquences monétaires.
- Emile HOFFMANN. — La Tentative de Stabilisation Monétaire en Belgique.
- Louis FRANCK. — La Stabilisation Monétaire en Belgique.
- Compte-rendu de l'Académie des Sciences Morales et Politiques* de mars-avril 1927. — Communication de M. Louis FRANCK sur la Réforme Monétaire en Belgique.
- SOCIÉTÉ D'ÉTUDES ET D'INFORMATIONS ÉCONOMIQUES. — *Bulletins* Quotidiens divers, spécialement Supplément aux numéros des 23 janvier 1926 et 13 novembre 1926.
- MINISTÈRE DES FINANCES. — Bulletin de Statistique et de Législation comparée. Numéros divers.
- Frédéric JENNY et Georges A. DETRY. — Articles divers du *Temps*.
- SOCIÉTÉ DE BANQUES SUISSES. — Bulletin mensuel juin 1924.
- Journal des Economistes*. — Janvier 1925.  
Le Relèvement financier de la Belgique (Communication de M. Albert JANSSEN).
- Revue Economique Internationale*. — Novembre 1925.  
XXX. La Stabilisation du franc belge.
- Revue Politique et Parlementaire*. — Mai 1926.  
Jacques MOULIN: L'Essai de stabilisation du franc belge.
- Revue d'Economie Politique*. — Juillet-août 1926.  
Robert FABRE : Chronique de Stabilisation Monétaire : La Première tentative belge.
- Moniteur des Intérêts Matériels*. — Numéros divers.
- Rapports de la Banque Nationale de Belgique*.
- Annuaire général de la France et de l'Étranger* :  
F. BAUDHUIN. — La Stabilisation et ses conséquences.



# TABLE DES MATIERES

---

## LA QUESTION MONETAIRE EN BELGIQUE DEPUIS LA FIN DE LA GUERRE

---

### INTRODUCTION

|                                                                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Chapitre I. — Plan et caractère de l'ouvrage .....                                                                  | 5  |
| Chapitre II. — La Belgique économique, financière et monétaire d'avant-guerre dans ses rapports avec le sujet ..... | 16 |
| Chapitre III. — Liste des Ministères et des Chambres belges, de l'Armistice à fin octobre 1927. ....                | 40 |

### PREMIERE PARTIE

#### LA PÉRIODE DE DÉSÉQUILIBRE 1919 ET 1920

|                                                                 |    |
|-----------------------------------------------------------------|----|
| Chapitre I. — L'Inflation .....                                 | 44 |
| Chapitre II. — La Balance économique des comptes ....           | 55 |
| Chapitre III. — Le Budget .....                                 | 64 |
| Chapitre IV. — La Dette publique .....                          | 75 |
| Chapitre V. — Les Eléments psychologiques .....                 | 82 |
| Chapitre VI. — Les Caractéristiques du change et des prix ..... | 89 |

### SECONDE PARTIE

#### PREMIERS EFFORTS DE REDRESSEMENT Janvier 1921 — Avril 1925

|                                                                 |     |
|-----------------------------------------------------------------|-----|
| Chapitre I. — L'Inflation .....                                 | 97  |
| Chapitre II. — La Balance économique des comptes ....           | 107 |
| Chapitre III. — Le Budget .....                                 | 121 |
| Chapitre IV. — La Dette publique .....                          | 138 |
| Chapitre V. — Les Eléments psychologiques .....                 | 150 |
| Chapitre VI. — Les Caractéristiques du change et des prix. .... | 158 |

### TROISIEME PARTIE

#### PREMIÈRE TENTATIVE DE STABILISATION

|                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------|-----|
| Chapitre I. — Signes des temps .....                                | 167 |
| Chapitre II. — Accords interalliés à l'occasion du Plan Dawes ..... | 177 |



|                                                                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Chapitre III. — Le règlement des dettes envers les Gouvernements des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne .....            | 181 |
| Chapitre IV. — Origine et économie des projets de stabilisation de M. Janssen .....                                       | 187 |
| Chapitre V. — Le Budget de 1926 .....                                                                                     | 203 |
| Chapitre VI. — Les Crédits extérieurs et l'Emprunt de stabilisation, l'Abolition du cours forcé et ses conséquences ..... | 213 |
| Chapitre VII. — Le Remboursement des avances de la Banque Nationale à l'Etat .....                                        | 222 |
| Chapitre VIII. — Les Critiques dirigées contre le projet ..                                                               | 231 |
| Chapitre IX. — L'Echec des projets de M. Janssen ....                                                                     | 241 |
| Chapitre X. — Après l'échec du 15 Mars .....                                                                              | 256 |

## QUATRIEME PARTIE

### SECONDE TENTATIVE DE STABILISATION

|                                                                                                                                                                   |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Chapitre I. — La Situation financière fin Mai 1926 ....                                                                                                           | 265 |
| Chapitre II. — Le Budget de 1926 .....                                                                                                                            | 268 |
| Chapitre III. — Le Fonds d'amortissement. — La Loi des pleins pouvoirs. — La Société Nationale des Chemins de fer. — La Consolidation de la dette flottante ..... | 275 |
| Chapitre IV. — Préparation, réalisation et économie du plan de stabilisation de M. Francqui. ....                                                                 | 287 |
| Chapitre V. — Observations sur la stabilisation de M. Francqui .....                                                                                              | 308 |
| Chapitre VI. — Un an de stabilisation monétaire extérieure .....                                                                                                  | 317 |

## CONCLUSION

|                                                                                                                   |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Chapitre I. — La Belgique économique, financière et monétaire contemporaine dans ses rapports avec le sujet ..... | 357 |
| Chapitre II. — Considérations comparatives et finales....                                                         | 372 |
| Epilogue .....                                                                                                    | 397 |
| Bibliographie .....                                                                                               | 399 |

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE. — PARIS









